



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 58 / 2021

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 23 MARS 2021

Dépôt légal : 2021/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

APERÇU GÉNÉRAL

11

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

17

1.1 Activité économique et emploi

17

1.2 Conditions monétaires et financières

19

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

27

3.1 Conditions monétaires

27

3.2 Prix des actifs

32

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

35

4.1 Recettes ordinaires

35

4.2 Dépenses

36

4.3 Déficit et financement du Trésor

37

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

41

5.1 Demande intérieure

41

5.2 Demande extérieure

42

5.3 Offre globale

42

5.4 Marché du travail et capacités de production

43

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

46

6.1 Evolution de l'inflation

46

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

49

6.3 Anticipations de l'inflation

49

6.4 Prix à la production

50

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

51

Synthèse

51

7.1 Hypothèses sous-jacentes

54

7.2 Projections macroéconomiques

57

7.3 Balance des risques

62

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

63

LISTE DES GRAPHIQUES

65

LISTE DES TABLEAUX

66

LISTE DES ENCADRÉS

66

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 23 mars 2021

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 23 mars sa première session de l'année 2021.
2. Lors de sa réunion, il a analysé l'évolution de la conjoncture économique et sociale aux niveaux international et national, ainsi que les projections macroéconomiques de la Banque à moyen terme. Celles-ci traduisent un certain regain d'optimisme suscité en particulier par le bon déroulement de la campagne de vaccination anti-Covid-19 et les conditions climatiques favorables qui caractérisent l'actuelle campagne agricole. Le Conseil a néanmoins noté que les perspectives restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes liées essentiellement à l'évolution de la situation sanitaire aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur du pays, au regard de la propagation de nouveaux variants du virus et des capacités actuelles de production des vaccins ainsi que des délais de leur livraison.
3. Le Conseil s'est enquis également des bilans d'étape des différentes mesures mises en place depuis le début de la pandémie pour favoriser le financement de l'économie et atténuer l'impact de la crise sur les ménages et sur les entreprises.
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 que sous l'effet des pressions désinflationnistes émanant de la demande, l'inflation est restée faible en 2020. Avec la reprise de l'activité et l'augmentation des cours internationaux du pétrole et de certains produits alimentaires, elle devrait s'inscrire en hausse tout en demeurant à un niveau modéré, passant de 0,7% en 2020 à 0,9% en 2021 puis à 1,2% en 2022. Sa composante fondamentale connaîtrait une évolution similaire, s'établissant à 1,2% en 2021 après un taux de 0,5% en 2020, puis s'accélérait à 1,5% en 2022.
6. Au niveau international, avec le lancement des campagnes de vaccination et la poursuite des soutiens budgétaire et monétaire exceptionnels, les perspectives de croissance s'améliorent et ce, en dépit des restrictions instaurées dans plusieurs pays pour contenir les nouvelles vagues de contamination au virus. Après une contraction qui aurait atteint 3,7% en 2020, l'économie mondiale devrait rebondir de 6,2% en 2021 puis croître de 3,6% en 2022. Dans les principaux pays avancés, après une baisse de 3,5%, le PIB progresserait aux Etats-Unis de 4,4% en 2021 et de 2,8% en 2022. Dans la zone euro, il afficherait une croissance de 4,9% en 2021 et de 3,2% en 2022, après un repli de 6,8% en 2020. Sur les marchés du travail, après une forte aggravation à 8,1% en 2020, le taux de chômage reculerait aux Etats-Unis pour se situer légèrement au-dessus de 6% en 2021 et en 2022. Dans la zone euro, ce taux augmenterait de 0,6 point à 8,6% en 2021 avant de revenir à 7,6% en 2022. S'agissant des principaux pays émergents, la Chine, seule économie de la catégorie à avoir enregistré une croissance positive en 2020, avec un taux de 2%, connaîtrait un bond de 9,6% en 2021 et une progression de

5% en 2022. En Inde, en revanche, le PIB aurait diminué de 7,5% et devrait connaître une expansion de 13,3% en 2021 et de 6,6% en 2022.

7. Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole poursuivent leur tendance haussière entamée fin avril 2020, soutenus par l'accord des membres de l'OPEP+ sur les niveaux de production et par la reprise de la demande. Le prix du Brent en particulier devrait s'accroître de 42,3 dollars le baril en moyenne en 2020 à près de 60 dollars en 2021 et osciller autour de ce niveau en 2022. Quant aux engrais phosphatés, les projections de la Banque Mondiale datant d'octobre 2020 tablent sur une augmentation du cours du DAP de 312,4 dollars la tonne en 2020 à 318 dollars la tonne en 2021 et à 326 dollars la tonne en 2022. Pour les produits alimentaires, un accroissement de leurs prix de 9,1% en moyenne est prévu en 2021, suivi d'un recul de 2,7% en 2022.
8. Dans ces conditions, et après les fortes pressions désinflationnistes en 2020, l'inflation connaîtrait une nette accélération cette année. Aux Etats-Unis, elle passerait de 1,2% en 2020 à 2,5% en 2021 avant de ralentir à 2,2% en 2022. Dans la zone euro, après un taux de 0,3% en 2020, elle rebondirait à 1,9% en 2021, avant de revenir à 1,3% en 2022.
9. Ces évolutions ne devraient pas avoir d'impact sur l'orientation de la politique monétaire dans les principales économies avancées qui devrait rester fortement accommodante. La FED a décidé à l'issue de sa réunion des 16 et 17 de ce mois 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. Elle a, en outre, réitéré qu'elle continuera d'augmenter ses avoirs en titres jusqu'à ce que des progrès considérables aient été atteints en matière de réalisation de ses objectifs. Dans le même sens, lors de sa dernière réunion du 11 courant, la BCE a maintenu inchangés ses taux directeurs et a confirmé la poursuite de ses achats d'actifs avec une augmentation du rythme de ceux réalisés dans le cadre du programme d'urgence face à la pandémie. Elle a indiqué également 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. En parallèle, les soutiens budgétaires se poursuivent, avec notamment l'approbation courant de ce mois aux Etats-Unis d'un nouveau plan de relance d'une enveloppe de 1900 milliards de dollars. De même, l'Union européenne a adopté en décembre dernier un plan de relance de 1800 milliards d'euros, axé sur un budget à long terme et le programme « Next Generation EU » dont le montant s'élève à 750 milliards d'euros. Les assouplissements monétaires et budgétaires exceptionnels et les perspectives favorables de croissance induisent une tendance haussière des taux souverains, le rendement des bons américains à 10 ans en particulier étant passé de 0,54% à fin juillet 2020 à près de 1,73% au 19 mars 2021.
10. Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre 2020 laissent indiquer une reprise de l'activité après la forte baisse enregistrée un trimestre auparavant. Tenant compte de ces réalisations et des indicateurs de haute fréquence disponibles, la contraction de l'économie nationale sur l'ensemble de l'année ressortirait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib autour de 7%, reflétant des replis de 8,1% de la valeur ajoutée agricole et de 6,7% de celle des activités non agricoles. Sur le marché du travail,

les données du HCP indiquent une forte dégradation en 2020, avec une perte de 432 mille emplois, dont 273 mille au niveau de l'agriculture et 107 mille dans les services. Le taux d'activité a reculé de 45,8% à 44,8% et le taux de chômage s'est aggravé à 11,9% globalement et à 15,8% en milieu urbain.

11. Sur l'horizon de prévision, la reprise de l'activité économique devrait se poursuivre, soutenue notamment par le plan de relance de 120 milliards de dirhams, l'orientation accommodante de la politique monétaire et un certain regain de confiance au regard de l'avancement de la campagne de vaccination et des conditions climatiques favorables qui caractérisent l'actuelle saison agricole. Ces perspectives restent toutefois entourées de fortes incertitudes liées essentiellement à l'évolution de la situation épidémiologique et à la disponibilité des vaccins aux niveaux national et international. Ainsi, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, la valeur ajoutée des activités non agricoles progresserait en 2021 de 3,5% et, tenant compte d'une production céréalière estimée autour de 95 millions de quintaux, celle du secteur agricole rebondirait de 17,6%, portant ainsi la croissance de l'économie nationale à 5,3%. En 2022, celle-ci se consoliderait à 3,2%, recouvrant une accélération pour sa composante non agricole 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.
12. Sur le plan des comptes extérieurs, l'année 2020 a été marquée par un repli important des échanges commerciaux, avec une diminution des importations plus prononcée que celle des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré de 4,5 points à 62,4% et le déficit de la balance commerciale des biens s'est allégé de 47,8 milliards de dirhams pour s'établir à 158,7 milliards. Pour sa part, l'excédent de la balance des services s'est atténué de 27,6 milliards de dirhams à 60,7 milliards, en lien avec la chute de 53,8% des recettes de voyage à 36,4 milliards de dirhams, alors que les transferts des MRE ont affiché une forte résilience avec un accroissement de 5% à 68 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se serait atténué à 1,8% du PIB. Sur l'horizon de prévision, il devrait se creuser à 4,5% du PIB en 2021 avant de revenir à 3% en 2022. Les importations s'accroîtraient à un rythme soutenu, en relation essentiellement avec les hausses prévues de la facture énergétique et des achats de biens de consommation, alors que le redressement des exportations serait favorisé notamment par l'augmentation annoncée des capacités de production de la construction automobile. En parallèle, les recettes de voyage connaîtraient, sous l'hypothèse d'une hausse graduelle des arrivées de touristes étrangers à partir du second semestre de cette année, une progression modérée tout en restant bien en deçà des niveaux d'avant crise, s'établissant à 38,1 milliards de dirhams cette année et à 68,2 milliards en 2022. Quant aux transferts des MRE, ils atteindraient respectivement 71,9 milliards de dirhams puis 73,4 milliards. Pour ce qui est des opérations financières, les recettes des IDE devraient avoisiner 3,2% du PIB après avoir baissé à 2,4% en 2020. Tenant compte des flux prévus du financement extérieur du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à fin 2021 à 310,3 milliards de dirhams, ou l'équivalent de 6 mois et 25 jours d'importations de biens et services, et se renforceraient à fin 2022 à 318,6 milliards ou 7 mois d'importations de biens et services.
13. Concernant les conditions monétaires, elles ont été marquées en 2020 par un recul des taux débiteurs de 49 points de base en moyenne, résultat des réductions du taux directeur opérées par Bank Al-Maghrib en mars et juin de la même année ainsi que d'une montée sensible du coût du risque. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, et en dépit de la forte contraction de l'activité économique et de l'augmentation des créances en

souffrance, il est ressorti en hausse de 3,9%, favorisé par les mesures de soutien et de relance mises en place. Son rythme devrait avoisiner 3,6% sur l'horizon de prévision. Quant au taux de change effectif réel, il s'est apprécié de 0,8% en 2020, mais devrait se déprécier du même taux en 2021 et de 0,6% en 2022, conséquence d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

14. S'agissant des finances publiques, l'exécution budgétaire de la loi de finances rectificative fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 82,4 milliards de dirhams ou 7,6% du PIB et ce, compte tenu du solde positif de 5,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie de la Covid-19. Les recettes ordinaires ont diminué de 7,6%, reflétant des reculs de 6,8% des rentrées fiscales et de 12,4% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont accrues de 2,1%, tirées principalement par les hausses de la masse salariale et des dépenses au titre des autres biens et services. De son côté, l'investissement a progressé de 18,8% à 85,9 milliards de dirhams. Tenant compte des données de la loi de finances 2021 et des perspectives de croissance économique, la consolidation budgétaire devrait reprendre graduellement, le déficit hors privatisation devant s'atténuer, selon les projections de Bank Al-Maghrib, à 7,2% du PIB en 2021 puis à 6,7% du PIB en 2022. Dans ces conditions, le taux d'endettement du Trésor continuerait d'augmenter, passant de 77,4% du PIB en 2020, à 79% en 2021 puis à 81,3% en 2022.

APERÇU GÉNÉRAL

Le lancement des campagnes de vaccination ainsi que la poursuite des mesures de soutien budgétaire et monétaire ont eu globalement un impact positif sur la croissance mondiale et sur ses perspectives. Toutefois, ces dernières restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes qui, à leur tour, demeurent liées notamment à l'évolution de la situation sanitaire.

Les données des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre 2020 indiquent un recul de 2,4% du PIB aux Etats-Unis, contre -2,8% un trimestre auparavant, reflétant essentiellement une amélioration de l'investissement et des exportations. De même, la baisse du PIB continue de s'atténuer au Royaume-Uni revenant de 8,7% à 7,8%, sous l'effet d'un repli moins prononcé de la consommation des ménages et de l'investissement. En revanche, la contraction du PIB dans la zone euro est passée de 4,2% à 4,9%, traduisant notamment une accentuation de son repli à 4,9% en France, à 6,6% en Italie et à 9,1% en Espagne.

Dans les principaux pays émergents, la Chine a connu un raffermissement significatif de sa croissance à 6,5%, retrouvant ainsi son rythme d'avant crise et l'Inde a enregistré une première expansion de 1% du PIB après deux trimestres de baisse, à la faveur entre autres, d'une reprise graduelle des activités économiques à partir de juin. S'agissant du Brésil, la diminution du PIB s'est nettement atténuée à 1,1% au quatrième trimestre et en Russie, les données du troisième trimestre indiquent une contraction de 3,4% après celle de 8% un trimestre auparavant.

La pandémie continue néanmoins de peser sur le marché du travail dans la plupart des pays avancés, le chômage étant resté à des niveaux élevés. Le taux de chômage s'est stabilisé d'un mois à l'autre à 8,1% en janvier 2021 dans la zone euro et aux Etats-Unis, il est revenu à 6,2% en février, avec des créations d'emplois de 379 mille postes.

Sur les marchés financiers, les indices des places boursières des principales économies avancées ont poursuivi leurs hausses en février, excepté le FTSE 100 qui a accusé un repli de 1,5%. Ainsi, l'EuroStoxx 50 a progressé de 2,1%, le S&P 500 de 2,5%, le Dow Jones industriels de 1,6% et le Nikkei 225 de 4,8%. Quant aux rendements souverains, ils ont été marqués entre janvier et février par une hausse pour les maturités longues, qui a entraîné une pentification des courbes des taux. Les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans ont ainsi augmenté de 19 points de base par rapport à janvier pour s'établir à 1,2% et le rendement à 10 ans dans la zone euro s'est accru à -0,4% pour l'Allemagne, à -0,2% pour la France et à 0,2% pour l'Espagne, et s'est quasiment stabilisé à 0,6% pour l'Italie.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié en février de 0,6% contre le dollar et de 2,3% contre la livre sterling et a poursuivi son appréciation vis-à-vis du yen japonais. Pour ce qui est des monnaies des principaux pays émergents, elles se sont renforcées face au dollar au cours de la même période, avec des taux de 0,2% pour le yuan chinois, de 0,4% pour la roupie indienne et de 4,1% pour la livre turque. A l'inverse, le real brésilien a perdu 1,1% de sa valeur contre le dollar. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression s'est accéléré de 8,6% à 8,9% entre décembre et janvier aux Etats-Unis et a ralenti de 4,7% à 4,5% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, et suite notamment à l'amélioration des perspectives économiques et à l'accord sur la production des membres de l'OPEP+, le cours du Brent a poursuivi son accroissement en février,

renouant avec son niveau pré-pandémie à 62 dollars le baril, soit une hausse de 13,6% d'un mois à l'autre et de 12,7% en glissement annuel. De même, les cours des produits hors énergie se sont accrus en février de 28,3% en glissement annuel, avec une augmentation de 45,9% de ceux des métaux et minerais et de 20,4% pour les produits agricoles. Pour les phosphates et dérivés, leurs prix ont nettement augmenté entre janvier et février, avec des renchérissements de 3,7% pour le phosphate brut, de 25,5% pour le DAP et de 34,4% pour le TSP.

Dans ces conditions, l'inflation s'est stabilisée dans la zone euro à 0,9% entre janvier et février selon une première estimation de l'Eurostat et s'est accélérée durant la même période aux Etats-Unis de 1,4% à 1,7%.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 mars courant, de maintenir inchangés ses taux directeurs et a confirmé la poursuite de ses achats d'actifs avec une augmentation du rythme de ceux réalisés dans le cadre du programme d'urgence face à la pandémie. Elle a également 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. Pour sa part, la FED a décidé, lors de sa réunion des 16 et 17 mars courant, 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 soient atteints en matière d'emploi maximal et de stabilité des prix. Elle a également réitéré son engagement à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie en ces temps difficiles.

Parallèlement, les gouvernements continuent d'apporter un soutien massif pour faire face aux répercussions économiques et sociales de la pandémie de la Covid-19, dont le coût total s'est élevé, selon le FMI, à environ 14 mille milliards de dollars à fin 2020 à l'échelle mondiale. Aux Etats-Unis, un nouveau plan de relance d'une enveloppe de 1900 milliards de dollars a été adopté courant mars, visant, entre autres, la prolongation des prestations de chômage jusqu'au début septembre 2021. Au niveau de l'Union européenne, la Commission européenne, le Parlement européen et les dirigeants de l'UE sont convenus d'un plan de relance d'une enveloppe globale de 1800 milliards d'euros, axé sur un budget à long terme de l'UE 2021-2027, associé au programme « Next Generation EU » d'un montant de 750 milliards d'euros.

Au plan national, les dernières données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre 2020, indiquent une baisse du PIB de 7,2% en glissement annuel, après celle de 15,1% un trimestre auparavant. Les activités non agricoles ont vu leur contraction s'atténuer d'un trimestre à l'autre de 15,5% à 6,7% et la valeur ajoutée agricole a reculé de 8,6%. Du côté de la demande, cette évolution recouvre des contributions négatives à la croissance de 7,1 points de pourcentage de sa composante intérieure et de 0,1 point des exportations nettes.

Ces contreperformances se sont reflétées sur le marché du travail, qui a connu une nette dégradation en 2020. Les pertes d'emplois se sont élevées à 432 mille postes, dont 273 mille au niveau de l'agriculture et 107 mille dans les services. En dépit d'un retrait important de 111 mille demandeurs d'emploi du marché qui a ramené le taux d'activité de 45,8% à 44,8%, le taux de chômage s'est aggravé de 2,7 points à 11,9% globalement, de 2,9 points à 15,8% dans les villes et de 2,2 points à 5,9% dans les campagnes.

L'année 2020 a été marquée également par un repli des échanges extérieurs, avec une diminution de 14,1% des importations plus marquée que celle de 7,5% des exportations. Le déficit commercial s'est ainsi allégé de 23,1% à 158,7 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est amélioré de 57,9% à 62,4%. Le recul des importations a concerné l'ensemble des groupements de produits, à l'exception des produits alimentaires dont les acquisitions ont augmenté de 15,7% à 55,3 milliards et le reflux des exportations a été généralisé à l'ensemble des secteurs, hormis les ventes des phosphates et dérivés et des produits agricoles et agro-alimentaires qui ont augmenté de 3,7% à 50,8 milliards et de 0,7% à 62,6 milliards respectivement. En parallèle, impactées par la fermeture des frontières, les recettes de voyage ont diminué de 53,8% à 36,4 milliards, alors que les transferts MRE ont affiché une résilience notable, avec une amélioration de 5% à 68 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se serait allégé de 4,1% du PIB en 2019 à 1,8% du PIB en 2020. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont reculé de 22,3% à 26,4 milliards et le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 53,1% pour se situer à 4,7 milliards. Au total, et sous l'effet également de la progression des tirages extérieurs, l'encours des avoirs officiels de réserves a atteint 320,6 milliards de dirhams en 2020, représentant ainsi l'équivalent de 7 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des conditions monétaires, le besoin en liquidité des banques s'est atténué au cours du quatrième trimestre de 2020 à 91,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 102,2 milliards un trimestre auparavant. Par conséquent, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 101,9 milliards. À fin 2020, le besoin de la liquidité bancaire ressort à 67 milliards de dirhams contre 62,3 milliards à fin 2019. Les conditions monétaires ont été également marquées en 2020 par un recul annuel du taux débiteur moyen de 49 points de base, avec en particulier une baisse de 119 points pour les TPME, reflétant les réductions opérées de 75 points de base au total du taux directeur, ainsi que par une appréciation du taux de change effectif. L'année a été également caractérisée par une nette hausse des créances en souffrance, dont le ratio à l'encours du crédit bancaire est passé d'une année à l'autre de 7,6% à 8,4%, ce qui n'aurait pas été sans impact sur la production du crédit. Celui destiné au secteur non financier a, en effet, enregistré un ralentissement de sa progression de 5,6% au troisième trimestre à 4,5% au quatrième, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises non financières et une légère amélioration des crédits aux ménages. Il est ressorti en hausse de 3,9% sur l'ensemble de l'année 2020, supporté notamment par les mesures de soutien et de relance mises en place.

S'agissant des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre de l'année 2020 a été marquée par les conséquences de la pandémie de la Covid-19. En effet, afin de faire face à ses répercussions sociales et économiques, un Fonds spécial pour la gestion de la pandémie de la Covid-19 a été créé en application des Hautes Instructions Royales. Ce Fonds a récolté, à titre de rappel, autour de 34 milliards de dirhams, soit environ 3% du PIB, dont 10 milliards émanant du budget général de l'Etat et 24 milliards collectés auprès des différents donateurs. Parallèlement, une loi de finances rectificative (LFR) a été adoptée en juillet 2020, tablant sur un déficit budgétaire prévisionnel, hors privatisation, de 7,5% du PIB au lieu de 3,7%. Au terme de l'année 2020, l'exécution de la LFR fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 82,4 milliards, ou 7,6% du PIB, contre 46,9 milliards ou 4,1% du PIB un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 5,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie de la Covid-19. Les recettes ordinaires ont diminué de 7,6% à 253,1 milliards, reflétant des baisses de 6,8% des rentrées fiscales et de 12,4% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont accrues de 2,1% à 255,9 milliards, sous l'effet principalement des hausses de 4,5% de la masse salariale et de 6,4% des dépenses au titre des

autres biens et services, alors que la charge de compensation et les transferts aux collectivités territoriales se sont allégés respectivement de 15,8% et 8,9%. De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 18,8% à 85,9 milliards. Dans ces conditions, la dette publique directe aurait progressé de 65% du PIB à fin 2019 à 77,4% à fin 2020. Les données des deux premiers mois de 2021 font ressortir un déficit de 12,6 milliards, contre 12,3 milliards un an auparavant, résultat d'une amélioration de 0,7% à 40,1 milliards des recettes ordinaires et d'un recul des dépenses ordinaires de 2,2% à 47,1 milliards.

Au niveau du marché des actifs, les prix de l'immobilier ont augmenté de 0,6% au quatrième trimestre après une progression de 4,1% au trimestre précédent, recouvrant une hausse de 1,4% pour les biens résidentiels et des baisses respectives de 1% et de 0,5% pour les biens à usage professionnel et les terrains. Dans le même sens, et après un rebond de 119,5% au troisième trimestre, les transactions ont enregistré une hausse de 39,2% qui a concerné toutes les catégories de biens. Sur l'ensemble de l'année 2020, les prix des actifs immobiliers sont ressortis en baisse de 0,9% et les transactions ont reculé de 15,2%. Au niveau du marché boursier, les données à fin février indiquent une hausse du MASI de 0,6% depuis le début de l'année, après une contreperformance de 7,3% sur l'ensemble de l'année 2020 ayant concerné principalement les secteurs les plus impactés par la crise, avec en particulier des baisses de 44,1% pour la « promotion et participation immobilière », de 32,9% pour les « loisirs et hôtels », de 20,3% pour le « transport » et de 14,5% pour les « banques ». Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 3,3 milliards de dirhams en janvier et à 1,8 milliard en février, après une moyenne mensuelle de 4,6 milliards en 2020. Pour sa part, la capitalisation boursière a atteint 585,9 milliards à fin février, en hausse de 0,2% depuis le début de l'année.

Pour ce qui est des prix à la consommation, et après des hausses de 0,7% au troisième trimestre 2020 et de 0,4% au cours du quatrième, l'indice des prix à la consommation est ressorti en hausse de 0,7% en moyenne en 2020. Les données relatives au mois de janvier 2021 indiquent un ralentissement de l'inflation à 0%, imputable exclusivement au repli de 2,4% des prix des produits alimentaires à prix volatils.

En termes de perspectives, la poursuite de la reprise de la croissance mondiale demeure largement tributaire de l'évolution de la situation sanitaire. Après une contraction de 3,7% en 2020, l'économie mondiale devrait enregistrer un rebond à 6,2% en 2021 puis croître de 3,6% en 2022. Aux Etats-Unis, les stimulus budgétaire et monétaire et les progrès dans la vaccination renforcent l'optimisme quant aux perspectives de croissance et de hausse d'inflation. Après une baisse de 3,5% en 2020, le PIB devrait croître de 4,4% en 2021 et de 2,8% en 2022. Dans la zone euro, le PIB aurait reculé de 6,8% en 2020 et afficherait une hausse de 4,9% en 2021 et de 3,2% en 2022. S'agissant de la situation sur le marché du travail, le taux de chômage connaîtrait une nette baisse de 8,1% en 2020 à 6,3% en 2021 puis à 6,1% en 2022 aux Etats-Unis et dans la zone euro, il poursuivrait sa hausse pour atteindre 8,6% en 2021, avant de reculer légèrement à 7,6% en 2022.

Dans les principaux pays émergents, la Chine se distingue comme la seule parmi les grandes économies à enregistrer une croissance positive qui se serait chiffrée à 2% en 2020. Celle-ci connaîtrait une accélération à près de 10% en 2021, avant de se stabiliser en 2022 autour de son niveau compatible avec la politique du pays de rééquilibrage de l'économie. En Inde, le PIB se serait contracté de 7,5% en 2020, et devrait rebondir de 13,3% en 2021 puis croître de 6,6% en 2022. Au Brésil, la croissance devrait se limiter à 4,2% 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, l'accord sur la production des membres de l'OPEP+, en plus de perspectives plus favorables quant à la demande mondiale tirent les prix du pétrole à la hausse. Le cours du Brent en particulier devrait augmenter de 42,3 dollars le baril en moyenne en 2020 à 59,7 dollars en 2021 puis à 60,5 dollars en 2022. Concernant les prix des produits alimentaires, ils termineraient l'année 2021 en progression de 9,1% avant de reculer de 2,7% en 2022. Quant aux phosphates et dérivés, le cours du DAP poursuivrait sa hausse, passant de 312,4 dollars la tonne en 2020 à 318 dollars en 2021 puis à 326 dollars en 2022.

Dans ces conditions, l'inflation devrait connaître une nette accélération. Elle s'accroîtrait aux Etats-Unis de 1,2% à 2,5% en 2021 avant de ralentir à 2,2% en 2022. Dans la zone euro, après un recul à 0,3% en 2020, elle rebondirait à 1,9% en 2021, avant de décélérer à 1,3% en 2022.

Au niveau national, les exportations devraient rebondir de 12,6% en 2021 puis augmenter de 6,2% 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. En parallèle, les importations devraient s'accroître de 13,2% 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 6% en 2022. Les recettes de voyage, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, connaîtraient une reprise graduelle pour se situer à 38,1 milliards en 2021 et à 68,2 milliards en 2022. Quant aux transferts des MRE, ils augmenteraient de 5,7% pour atteindre 71,9 milliards en 2021 et de 2,2% à 73,4 milliards 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 devrait s'alourdir à 4,5% du PIB en 2021 avant de s'alléger à 3% en 2022. Concernant les recettes des IDE, elles reviendraient à leur niveau moyen pour avoisiner 3,2% du PIB sur l'horizon de prévision.

Tenant compte de ces évolutions et des sorties prévues du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 310,3 milliards à fin 2021 et à 318,6 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de 6 mois et 25 jours et 7 mois d'importations de biens et services, respectivement. Tenant compte également de l'évolution prévue de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser de 67 milliards à fin 2020 à 84,1 milliards à fin 2021 et à 92,6 milliards à fin 2022. Concernant les conditions monétaires, et après une appréciation de 0,8% en 2020, le taux de change effectif réel se déprécierait de 0,8% en 2021 et de 0,6% en 2022. Pour ce qui est du 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 3,6% en 2021 et de 3,7% en 2022.

Au plan des finances publiques, et compte tenu de l'exécution budgétaire de 2020, qui a fait ressortir un déficit de 7,6% du PIB, et des données de la LF 2021, le déficit budgétaire devrait s'atténuer graduellement pour se situer à 7,2% du PIB en 2021, puis à 6,7% du PIB en 2022.

Sous l'effet conjugué de la crise de la Covid-19 et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale se serait contractée de 7% en 2020 selon les projections de la Banque, après avoir enregistré une hausse de 2,5% en 2019. Cette contreperformance reflète des baisses prévues de 8,1% de la valeur ajoutée agricole et de 6,7% de celle des activités non agricoles. Sur l'horizon de prévision, la reprise de l'activité économique, amorcée au troisième trimestre de 2020, devrait se poursuivre, soutenue, d'une part, par les mesures de relance budgétaire et l'orientation accommodante de la politique monétaire et, de l'autre, par le regain de confiance des opérateurs

économiques suite au démarrage de la campagne de vaccination anti-Covid. En revanche, les perspectives restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes, en lien notamment avec l'évolution de la situation épidémiologique et la disponibilité des vaccins aux niveaux national et international. En 2021, la croissance rebondirait à 5,3%, avec une hausse de 17,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière prévue par BAM autour de 95 MQx, tandis que celle des activités non agricoles s'accroîtrait de 3,5%. En 2022, elle se consoliderait à 3,2%, recouvrant une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 75 MQx, et une accélération de la croissance non agricole à 3,8%. Dans ce contexte, les pressions désinflationnistes devraient s'atténuer graduellement sur l'horizon de prévision. En outre, l'inflation devrait être portée en 2021 par des facteurs temporaires liés au renchérissement prévu du pétrole et de certains produits alimentaires à l'international, notamment les huiles végétales. Elle devrait ainsi augmenter modérément de 0,7% en 2020 à 0,9% en 2021, avant de passer à 1,2% en 2022. 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 équilibrée pour la croissance et orientée à la hausse pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, le déploiement du vaccin contre la Covid-19, le maintien prévu des mesures de soutien budgétaires et monétaires et les effets positifs escomptés de la mise en place du Fonds Mohammed VI pour l'investissement renforcent l'optimisme quant à une reprise plus vigoureuse de l'activité économique. Toutefois, de nombreux risques à la baisse subsistent et pourraient peser sur la reprise tant au niveau national qu'international. Il s'agit notamment de l'évolution de la situation sanitaire et de la disponibilité des vaccins. Parallèlement, des conditions climatiques moins favorables sur le reste de la campagne agricole affecteraient à la baisse les prévisions de la croissance. S'agissant de l'inflation, les risques de pressions haussières plus prononcées qu'attendu dans le scénario central de projections dominant. En effet, les perturbations des chaînes de production et d'approvisionnement provoquées par la Covid-19, conjuguées au resserrement de l'offre mondiale de certains produits alimentaires pourraient impliquer une hausse plus importante qu'attendu des cours des matières premières et donc de l'inflation et ce, à travers leurs effets directs sur les prix de consommation et indirects sur les coûts de production.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Le lancement de la campagne de vaccination contre la Covid-19, conjugué à la poursuite des mesures de soutien budgétaire et monétaire, ont permis d'atténuer l'impact de la crise sanitaire par rapport aux prévisions du début de l'année 2020. Toutefois, le niveau d'incertitudes reste très élevé en lien notamment avec le rythme du déploiement de la vaccination et la propagation de nouveaux variants du virus. Ainsi, une atténuation sensible du rythme de recul du PIB du quatrième trimestre a été enregistrée aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, tandis que la reprise dans la zone euro reste lente, dans un contexte de retour, différencié entre pays, des mesures restrictives. Au niveau des principaux pays émergents, la Chine connaît un raffermissement significatif de sa croissance, l'Inde enregistre une première expansion après deux trimestres de baisse. Parallèlement, la pandémie continue de peser sur le marché de l'emploi dans la plupart des pays avancés, les taux de chômage étant restés à des niveaux élevés. Sur les marchés financiers, les places boursières des principales économies avancées et émergentes ont poursuivi leur hausse, parallèlement à un accroissement des rendements obligataires souverains sur les maturités longues. Quant aux marchés des matières premières, le cours du Brent a poursuivi son accroissement en février renouant avec son niveau pré-pandémie, suite notamment à l'amélioration des perspectives économiques et à la poursuite des réductions de la production par les principaux pays producteurs. De même, les prix des produits hors énergie sont orientés à la hausse, portés aussi bien par ceux des produits agricoles, que ceux des métaux et minerais. Dans ces conditions, l'inflation est ressortie en stagnation dans la zone euro, alors qu'elle s'est accélérée aux Etats-Unis.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, les mesures d'assouplissement mises en place depuis le troisième trimestre, conjuguées au lancement de la campagne de vaccination ont eu un impact positif sur la croissance. Ainsi, après une baisse de 2,8% en glissement annuel au troisième trimestre, le PIB a marqué un recul moindre de 2,4% au quatrième trimestre, reflétant notamment une amélioration de l'investissement et des exportations. En revanche, la zone euro a enregistré une contraction de 4,9% en glissement annuel de son PIB au quatrième trimestre après une diminution de 4,2% un trimestre auparavant. Par pays, la croissance s'est établie à -4,9% en France après -3,7% au troisième trimestre, à -6,6% en Italie après -5,2% et à -9,1% en Espagne contre -9% un trimestre auparavant, tandis qu'en Allemagne, le PIB a fléchi de 3,6% après une baisse de 4%. Dans le même sens, et en dépit de l'apparition de nouveaux variants du Covid-19 à propagation plus rapide au Royaume-Uni, les données récentes indiquent une atténuation continue de la baisse de son PIB, revenant de 8,7% à 7,8% au quatrième trimestre, reflétant un

repli moins prononcé de la consommation des ménages et de l'investissement. De même, au Japon, le PIB a marqué une diminution de 1,1%, moindre que celle de 5,8% enregistrée au troisième trimestre, suite à une amélioration de l'investissement et des exportations.

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

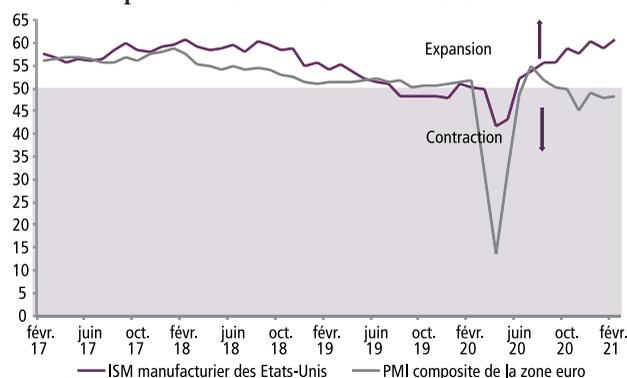
| | 2018 | | | 2019 | | | 2020 | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|------|-----|------|------|-------|------|------|
| | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Pays avancés | | | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 3,3 | 3,1 | 2,5 | 2,3 | 2,0 | 2,1 | 2,3 | 0,3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

Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, la Chine a affiché une accélération de sa croissance à 6,5% au quatrième trimestre, contre 4,9% un trimestre auparavant, retrouvant ainsi son rythme de croissance d'avant crise. Cette évolution traduit une bonne performance des secteurs manufacturier et des technologies d'information. En parallèle, l'Inde a enregistré une légère croissance de 1% du PIB, après une contraction de 7,3%, à la faveur d'une réouverture graduelle des activités économiques à partir de juin, un accroissement des dépenses privées et publiques, et une amélioration de l'investissement. S'agissant du Brésil, le PIB a enregistré une baisse modérée de 1,1% au quatrième trimestre, contre 3,9%, sous l'effet principalement d'un rebond de l'investissement et d'un recul moins prononcé des dépenses privées et publiques. Pour la Russie, les données, qui restent celles du troisième trimestre, indiquent une contraction du PIB moins forte de 3,4% après 8% un trimestre auparavant, reflétant notamment une diminution moindre de la production de la branche « hôtels et restaurants ».

Pour ce qui est des indicateurs de haute fréquence, bien qu'en augmentation à 48,8 points en février contre 47,8 en janvier, l'indice PMI composite de la zone euro s'est inscrit en tendance baissière depuis août dernier, pour rester en territoire négatif pendant les quatre derniers mois de 2020. Quant à l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis, il a enregistré une hausse à 60,8 en février après 58,7 un mois auparavant, poursuivant ainsi sa tendance haussière entamée au deuxième semestre de 2020.

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



Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a connu une légère baisse à 6,2% en février, après 6,3% le mois précédent, avec des créations d'emplois qui sont ressorties en hausse à 379.000 de postes, contre 166.000 postes le mois précédent.

Dans la zone euro, ce taux est resté stable à 8,1% en janvier. Il a toutefois connu des évolutions différenciées dans les principales économies de la zone. Ainsi, il est resté inchangé à 4,6% en Allemagne, a augmenté de 7,8% à 7,9% en France, et a baissé de 16,2% à 16,0% en Espagne. En Italie, les dernières données de décembre indiquent une hausse de ce taux à 9% après 8,8% le mois précédent.

Au Royaume-Uni, selon les chiffres du mois de novembre, ce taux est ressorti en légère hausse à 5,1% contre 5% un mois auparavant.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage

| | (En%) | | 2020 | | | 2021 |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------|
| | 2018 | 2019 | Déc. | Janv. | Févr. | |
| Etats-Unis | 3,7 | 8,1 | 6,7 | 6,3 | 6,2 | |
| Zone euro | 7,6 | 8,0 | 8,1 | 8,1 | N.D | |
| France | 8,5 | 8,2 | 7,8 | 7,9 | N.D | |
| Allemagne | 3,1 | 4,2 | 4,6 | 4,6 | N.D | |
| Italie | 9,9 | N.D | 9,0 | N.D | N.D | |
| Espagne | 14,1 | 15,6 | 16,2 | 16,0 | N.D | |
| Royaume-Uni | 3,8 | N.D | N.D | N.D | N.D | |

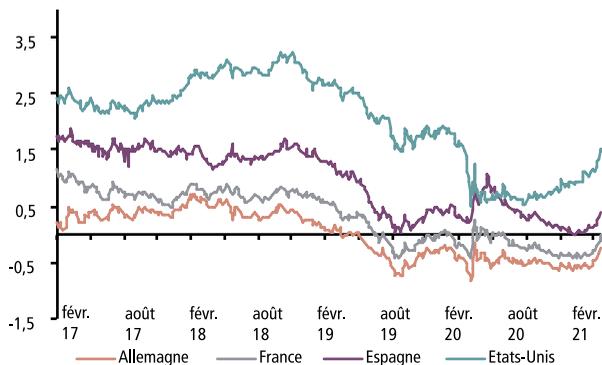
Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

Les marchés financiers ont été marqués en février par une hausse des rendements obligataires souverains sur les maturités longues entraînant une pentification des courbes. Le taux du bon du Trésor américain à 10 ans a augmenté de 19 points de base (pb) par rapport à janvier et de 32 pb depuis le début de l'année pour s'établir à 1,2%. De même, dans la zone euro, le rendement à 10 ans s'est accru d'environ 14 pb à -0,4% pour l'Allemagne, à -0,2% pour la France et à 0,2% pour l'Espagne, tandis qu'il s'est quasi-stabilisé à 0,6% pour l'Italie.

S'agissant des principales économies émergentes, ce taux est ressorti en accroissement de 8 pb à 3,3% pour la Chine, de 16 pb à 6,1% pour l'Inde, de 61 pb à 8,2% pour le Brésil, tandis que pour la Turquie, il a reculé de 15 pb à 12,7%.

Graphique 1.2 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans

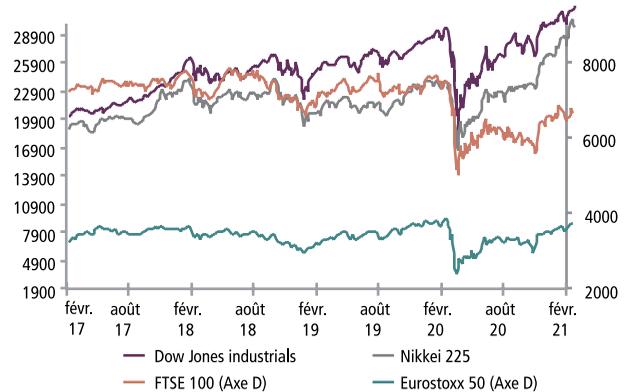


Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont poursuivi leur appréciation en février, excepté le FTSE 100 qui a accusé un repli de 1,5% après 3 mois de hausse. L'EuroStoxx 50 a progressé de 2,1%, le S&P 500 de 2,5%, le Dow Jones industriels de 1,6% et le Nikkei 225 de 4,8%. La volatilité s'est atténuée aussi bien sur les places européennes qu'américaines, le VSTOXX ayant reculé de 22,8 à 22,1 et le VIX de 24,8 à 23.

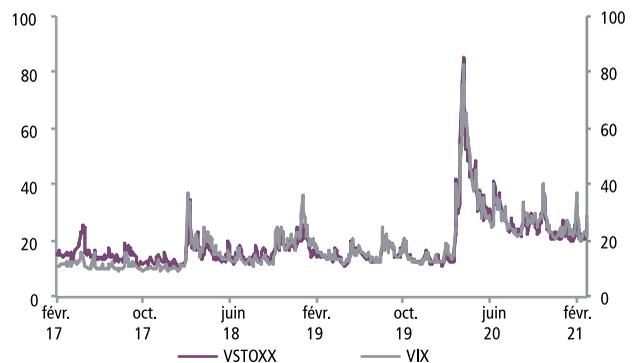
Pour leur part, l'évolution des bourses des principales économies émergentes ont été marquées par des accroissements de 3,5% pour le MSCI EM, de 7,3% pour la Chine et de 3,7% pour l'Inde, alors qu'une baisse de 2,3% a été enregistrée par le MSCI Brésil.

Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters.

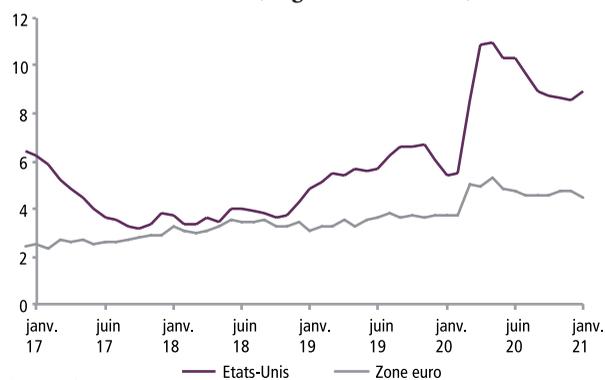
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, le Libor dollar à 3 mois est revenu de 0,22% en janvier à 0,19% en février, tandis que l'Euribor de même maturité s'est quasiment stabilisé à -0,54%. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression s'est accéléré de 8,6% à 8,9% en janvier aux Etats-Unis et a ralenti de 4,7% à 4,5% dans la zone euro.

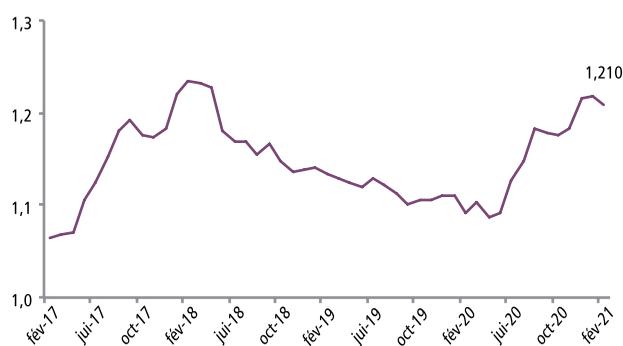
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié de 0,6% en février contre le dollar et de 2,3% contre la livre sterling, et a poursuivi son appréciation vis-à-vis du yen japonais, avec une hausse de 0,9%. Pour ce qui est des monnaies des principaux pays émergents, elles se sont renforcées face au dollar, avec des taux de 0,2% pour le yuan chinois, de 0,4% pour la roupie indienne et de 4,1% pour la livre turque. A l'inverse, le real brésilien a perdu 1,1% de sa valeur contre le dollar, portant sa dépréciation depuis le début d'année à 5,1%.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters.

Concernant les décisions de politique monétaire, la FED a décidé, lors de sa réunion des 16 et 17 mars, 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.

De même, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 mars, de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et de poursuivre, à un rythme plus élevé, ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), dont l'enveloppe totale s'élève à 1.850 milliards d'euros, ainsi que ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Elle a également 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 18 mars, 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, la Banque centrale du Brésil a décidé, le 17 mars, de relever son taux directeur de 75 pb à 2,75%, en indiquant que les conditions actuelles n'exigent plus un degré extraordinaire de relance monétaire. De même, la Banque centrale de la Turquie a porté, le 18 mars, son taux directeur de 17% à 19% et a précisé que l'orientation restrictive de sa politique monétaire sera maintenue pendant

une période prolongée jusqu'à ce que des indicateurs solides indiquent une baisse permanente de l'inflation et une stabilité des prix. La Banque centrale de Russie a également relevé, le 19 mars, son taux directeur de 25 pb à 4,5% et a informé qu'elle est ouverte à la perspective de nouvelles hausses lors de ses prochaines réunions. Pour sa part, la Banque de réserve de l'Inde a maintenu, le 5 février, inchangé son taux directeur à 4%.

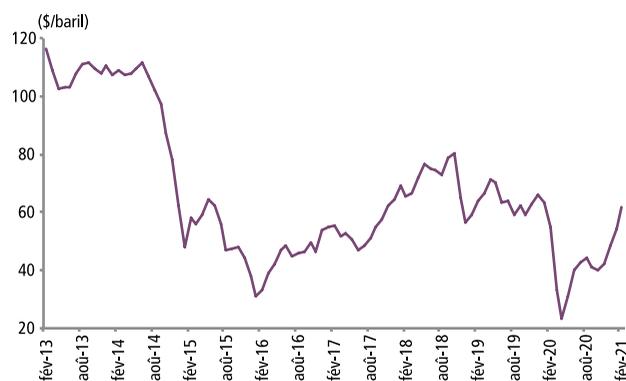
1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le prix du Brent a augmenté de 13,6% entre janvier et février pour s'établir en moyenne à 62 dollars le baril, avec un maximum de 67,2 dollars atteint le 24 février, renouant ainsi avec son niveau pré-pandémie¹. Cette évolution s'explique notamment par la poursuite de la réduction de la production des principaux pays producteurs et par l'amélioration des perspectives économiques et de la demande au niveau mondiale. En glissement annuel, le cours du Brent est ressorti en hausse de 12%.

Pour le gaz naturel, le prix sur le marché européen s'est établi à 6,2 dollars le mBTU² en février, soit une diminution de 15,3% en glissement mensuel et plus qu'un doublement de son prix en variation annuelle.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent (en dollars/le baril)



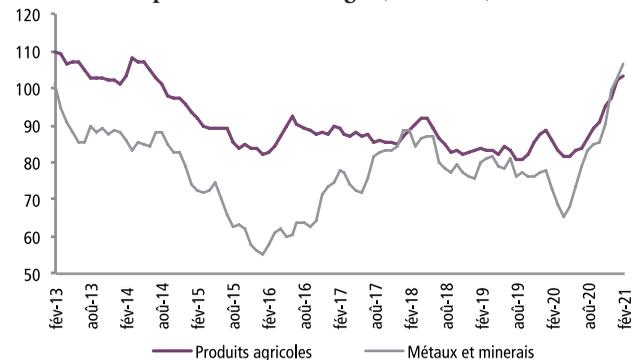
Source : Banque mondiale.

¹ Niveaux de prix similaires à ceux enregistrés respectivement le 23 et le 08 janvier 2020.
² mBTU: Million de British Thermal Unit.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des produits hors énergie se sont accrus en février de 28% en glissement annuel, traduisant une hausse de 45,9% de ceux des métaux et minerais et de 20% pour les produits agricoles.

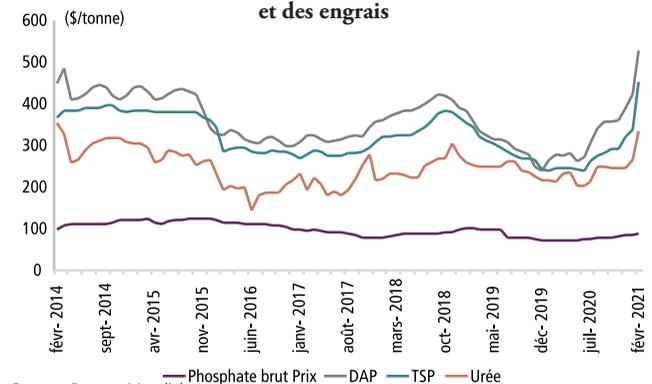
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et engrais, les prix ont nettement augmenté durant le mois de février, avec des renchérissements de 3,7% pour le phosphate brut à 88,1\$/t en moyenne, de 25,5% pour le DAP à 528,9\$/t, de 34,4% pour le TSP à 453,8\$/t et de 26,4% à 335\$/t pour l'Urée. Pour sa part, le chlorure de potassium a enregistré une stagnation à 202,5\$/t. En glissement annuel, les cours sont ressortis en hausse de 21,6% pour le phosphate brut, de 89,3% pour le DAP, de 85,2% pour le TSP et de 56,3% pour l'Urée, tandis que le Chlorure de potassium a accusé un recul de 17,3%.

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



Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Dans la zone euro, l'inflation s'est stabilisée d'un mois à l'autre à 0,9% en février. Cette évolution reflète notamment une stagnation à 1,6% en Allemagne et à 0,8% en France, une décélération de 0,4% à -0,1% en Espagne et une augmentation de 0,7% à 1% en Italie. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation s'est accélérée en février aux Etats-Unis de 1,4% à 1,7% et de -0,6% à -0,4% au Japon et de 0,6% en décembre à 0,7% en janvier au Royaume-Uni. Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation a augmenté de 5,2% en janvier à 5,7% en février en Russie, de -0,3% à -0,2% en Chine, de 4,6% à 5,2% au Brésil et de 4,1% à 5% en Inde.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

| | 2019 | 2020 | 2020 | | 2021 |
|--------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | Déc. | Janv. | Févr. |
| Etats-Unis | 1,8 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,7 |
| Zone Euro | 1,2 | 0,3 | -0,3 | 0,9 | 0,9 |
| Allemagne | 1,4 | 0,4 | -0,7 | 1,6 | 1,6 |
| France | 1,3 | 0,5 | 0,0 | 0,8 | 0,8 |
| Espagne | 0,8 | -0,3 | -0,6 | 0,4 | -0,1 |
| Italie | 0,6 | -0,1 | -0,3 | 0,7 | 1,0 |
| Royaume-Uni | 1,8 | 0,9 | 0,6 | 0,7 | n.d |
| Japon | 0,5 | 0,0 | -1,2 | -0,6 | -0,4 |

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A l'instar du commerce mondial dans sa globalité, les échanges extérieurs du Maroc en 2020 ont été marqués par les répercussions de la crise liée à la pandémie de la Covid-19, en particulier les perturbations des chaînes de valeur et le repli de la demande et de l'activité. En effet, et malgré la reprise enregistrée durant les derniers mois, les données provisoires portant sur l'ensemble de l'année indiquent une diminution de 11,7% des échanges de biens après une hausse de 2,5% en 2019. Le recul de 14,1% des importations, plus prononcé que celui de 7,5% des exportations, a permis cependant un allègement de 23,1% du déficit commercial à 158,7 milliards de dirhams et une amélioration du taux de couverture de 4,4 points de pourcentage à 62,4%. Pour sa part, le solde excédentaire des services a marqué un net repli, en lien essentiellement avec la baisse de plus de moitié des recettes de voyage. En revanche, les transferts des MRE ont affiché une forte résilience avec une hausse de 5%. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE sont revenues à 26,4 milliards de dirhams après 33,9 milliards un an auparavant et le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a diminué de 53,1% à 4,7 milliards. Au total, l'encours des avoirs officiels de réserves a atteint 320,6 milliards de dirhams en 2020, représentant ainsi l'équivalent de 7 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

A fin janvier 2021, le déficit commercial ressort en allègement de 5,4 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 16% des importations, plus importante que celle de 5,2% des exportations. En parallèle, le recul des recettes de voyage s'est accentué à 67,2%, alors que les transferts des MRE se sont améliorés de 8,8%. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a diminué de 53,9% à 650 millions et celui des investissements directs des marocains à l'étranger a atteint 1,1 milliard de dirhams. Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib, leur encours s'est établi à 313,9 milliards de dirhams en janvier 2021, représentant l'équivalent de 7 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

La baisse des exportations a été généralisée à l'ensemble des secteurs, à l'exception des ventes des phosphates et dérivés et des produits agricoles et agro-alimentaires. Les ventes du secteur automobile ont accusé un repli de 9,3% à 72,7 milliards de dirhams, traduisant des régressions de 12,8% pour le segment de la construction et de 19% pour celui du câblage. Les exportations du secteur du textile et cuir ont reculé de 19,2% à 29,8 milliards, reflétant notamment des baisses de près de 22% pour les vêtements confectionnés et articles de bonneteries et de 15,9% pour les chaussures. De même, pâtissant du tassement de la demande mondiale, les ventes du secteur aéronautique ont diminué de 28,9% à 12,5 milliards. Pour leur part, les exportations du secteur électronique et électricité ont légèrement baissé de 0,8% à 10,3 milliards et celles des autres extractions minières ont reculé de 19,6% à 3,4 milliards.

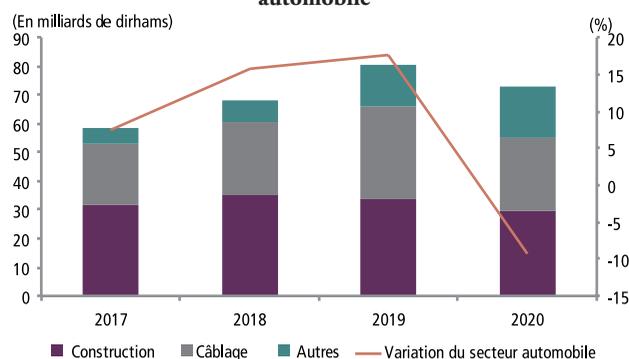
A l'inverse, les exportations du secteur agricole et agroalimentaire ont progressé de 0,7% à 62,6 milliards, tirée par des améliorations de 2,6% pour les produits agricoles et de 1,2% pour ceux de l'industrie alimentaire. Concernant les exportations des phosphates et dérivés, elles ont connu une hausse de 3,7% à 50,8 milliards, en lien avec l'accroissement de 14,2% des ventes des engrais naturels et chimiques, sous l'effet d'une hausse de 27% des quantités expédiées.

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

| Secteurs/Segments | 2020 | 2019 | Variations | |
|---|----------------|----------------|----------------|--------------|
| | | | En valeur | En % |
| Exportations | 263 179 | 284 496 | -21 317 | -7,5 |
| Automobile | 72 716 | 80 156 | -7 440 | -9,3 |
| Construction | 29 552 | 33 881 | -4 329 | -12,8 |
| Câblage | 25 829 | 31 895 | -6 066 | -19,0 |
| Intérieur véhicules et sièges | 7 214 | 7 824 | -610 | -7,8 |
| Textile et Cuir | 29 827 | 36 936 | -7 109 | -19,2 |
| Vêtements confectionnés | 18 010 | 23 305 | -5 295 | -22,7 |
| Articles de bonneterie | 5 821 | 7 498 | -1 677 | -22,4 |
| Chaussures | 2 410 | 2 865 | -455 | -15,9 |
| Aéronautique | 12 438 | 17 484 | -5 046 | -28,9 |
| Assemblage | 7 595 | 10 257 | -2 662 | -26,0 |
| EWIS | 4 778 | 7 152 | -2 374 | -33,2 |
| Phosphates et dérivés | 50 768 | 48 945 | 1 823 | 3,7 |
| Agriculture et Agro-alimentaire | 62 546 | 62 094 | 452 | 0,7 |
| Industrie alimentaire | 32 761 | 32 373 | 388 | 1,2 |
| Agriculture, sylviculture, chasse | 28 048 | 27 347 | 701 | 2,6 |
| Autres extractions minières | 3 378 | 4 201 | -823 | -19,6 |
| Electronique | 10 326 | 10 408 | -82 | -0,8 |
| Composants électroniques | 2 749 | 4 269 | -1 520 | -35,6 |
| Fils, câbles et autres conducteurs pour l'électr. | 4 096 | 2 402 | 1 694 | 70,5 |
| Appareils pour la coupure des circuits électr. | 1 624 | 1 352 | 272 | 20,1 |
| Autres industries | 21 180 | 24 272 | -3 092 | -12,7 |

Source : Office des Changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

Dans un contexte de repli des cours des produits énergétiques et de diminution de la demande intérieure, les importations ont diminué de 14,1% en 2020. La baisse a concerné l'ensemble des groupements de produits, à l'exception des produits alimentaires en raison du repli de l'offre locale.

Sur l'ensemble de l'année, la facture énergétique est ressortie en allègement de 34,7% à 49,8 milliards de dirhams. Les approvisionnements en « gas-oils et fuel-oils » ont reculé de 40% et ceux en « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » de 14,5%, en lien essentiellement avec des baisses respectives de 33,5% et 13,2% des prix à l'import, et les achats en « huiles de pétrole et lubrifiants » ont diminué de 61,4%, reflétant un repli de 60% du volume. En outre, les importations de produits finis de consommation se sont repliées de 15,9% à 95,1 milliards, avec des baisses de 38% des importations de « voitures de tourisme » et de 15,2% de celles de « parties et pièces pour voitures de tourisme ». Les acquisitions de biens d'équipement sont revenues, pour leur part, à 109,6 milliards en recul de 13,6% après une hausse de 5,5% en 2019, reflétant notamment le reflux important des importations d'« avions et autres véhicules aériens ou spatiaux » ainsi qu'une baisse de 23,8% de celles des « fils, câbles et autres conducteurs isolés ». Dans le même sens, les achats de demi-produits ont baissé de 10,9% à 93,1 milliards et ceux de produits bruts de 14,2% à 18,9 milliards. En revanche, les importations de produits alimentaires ont augmenté de 15,7% à 55,3 milliards, incluant des hausses de 4,3 milliards des approvisionnements en blé à 13,5 milliards et de 1,5 milliard en orge à 2,3 milliards de dirhams, en lien avec la baisse de la production locale.

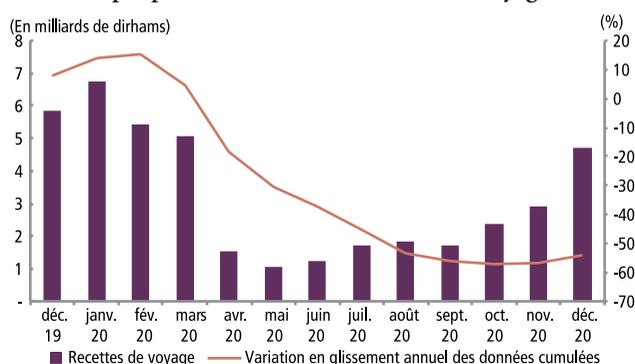
**Tableau 2.2 : Evolution des importations
(en millions de dirhams)**

| Groupements d'utilisation | 2020 | 2019 | Variations | |
|--|----------------|----------------|----------------|--------------|
| | | | En valeur | En % |
| Importations CAF | 421 868 | 490 953 | -69 085 | -14,1 |
| Produits énergétiques | 49 832 | 76 342 | -26 510 | -34,7 |
| Gas-oils et fuel-oils | 23 276 | 38 776 | -15 500 | -40,0 |
| Huiles de pétrole et lubrifiants | 3 251 | 8 428 | -5 177 | -61,4 |
| Gaz de pétrole et autres hydrocarbures | 12 013 | 14 055 | -2 042 | -14,5 |
| Produits finis de consommation | 95 052 | 113 024 | -17 972 | -15,9 |
| Voitures de tourisme | 12 594 | 20 323 | -7 729 | -38,0 |
| Parties et pièces pour voitures de tourisme | 15 914 | 18 769 | -2 855 | -15,2 |
| Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles | 6 574 | 8 169 | -1 595 | -19,5 |
| Biens d'équipement | 109 622 | 126 837 | -17 215 | -13,6 |
| Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux | 646 | 7 996 | -7 350 | -91,9 |
| Fils, câbles et autres conducteurs isolés | 6 897 | 9 052 | -2 155 | -23,8 |
| Machines et appareils divers | 10 832 | 12 202 | -1 370 | -11,2 |
| Demi produits | 93 079 | 104 507 | -11 428 | -10,9 |
| Matières plastiques | 13 002 | 14 396 | -1 394 | -9,7 |
| Fils, barres, et profilés en fer | 3 338 | 4 350 | -1 012 | -23,3 |
| Fils et câbles électriques | 2 602 | 3 610 | -1 008 | -27,9 |
| Produits bruts | 18 964 | 22 101 | -3 137 | -14,2 |
| Souffres bruts et non raffinés | 4 383 | 6 913 | -2 530 | -36,6 |
| Bois bruts, équarris ou sciés | 2 218 | 2 752 | -534 | -19,4 |
| Produits alimentaires | 55 319 | 47 825 | 7 494 | 15,7 |
| Blé | 13 505 | 9 233 | 4 272 | 46,3 |
| Orge | 2 304 | 753 | 1 551 | - |

Source : Office des Changes.

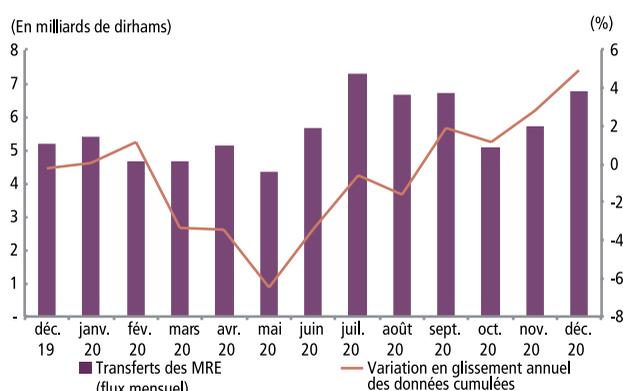
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire a reculé de 31,2% à 60,7 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 56,1 milliards des exportations, plus importante que celle de 28,5 milliards des importations. En particulier, et au vu des mesures restrictives adoptées par le Maroc et les pays émetteurs, les recettes de voyage ont diminué de 53,8% à 36,4 milliards et les dépenses au même titre se sont repliées de 49,6% à 10,5 milliards.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage


Source : Office des Changes.

S'agissant des transferts des MRE, ils ont affiché une résilience notable face aux effets de la crise, avec une amélioration de 5% à 68 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE*


Source : Office des Changes.

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

| | 2020 | 2019 | Variations | |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| | | | en valeur | en % |
| Importations | 69 496 | 97 960 | -28 464 | -29,1 |
| Exportations | 130 244 | 186 304 | -56 060 | -30,1 |
| Solde | 60 748 | 88 344 | -27 596 | -31,2 |

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Quant aux principales opérations financières, le flux net d'IDE a progressé de 1% à 15,5 milliards, suite à une diminution des cessions de 41,6%, plus accentuée que celle de 22,3% des recettes. De même, le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 53,1% pour se situer à 4,7 milliards, résultat

d'une hausse de 1,5 milliard des recettes et d'un repli de 3,8 milliards des dépenses au même titres.

Au total, l'encours des avoirs officiels de réserves a atteint 320,6 milliards de dirhams en 2020, représentant ainsi l'équivalent de 7 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

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

| | 2020 | 2019 | Variations | |
|---|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | | | en valeur | en % |
| Investissements directs étrangers | 15 540 | 15 379 | 161 | 1,0 |
| Recettes | 26 362 | 33 916 | -7 554 | -22,3 |
| Dépenses | 10 822 | 18 537 | -7 715 | -41,6 |
| Investissements des marocains à l'étranger | 4 661 | 9 933 | -5 272 | -53,1 |
| Dépenses | 7 748 | 11 528 | -3 780 | -32,8 |
| Recettes | 3 087 | 1 595 | 1 492 | 93,5 |

Source : Office des Changes.

Les données des échanges extérieurs relatives au mois de janvier 2021 indiquent une poursuite des tendances observées en 2020. Le déficit commercial s'est ainsi allégé de 5,4 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 16% des importations, plus importante que celle de 5,2% des exportations, et le taux de couverture a progressé de 7,8 points de pourcentage à 68,4%.

Le recul des exportations de biens a concerné l'ensemble des principaux secteurs, à l'exception du secteur des phosphates et dérivés. Les ventes du secteur automobile ont, en effet, accusé un repli de 11,6% à 6,9 milliards de dirhams, avec en particulier une baisse de 14,3% du segment de la construction. De même, les ventes du secteur du textile et cuir ont diminué de 16,2% à 2,5 milliards, et celles du secteur aéronautique, continuant de pâtir de l'effet de la crise, ont affiché une baisse de 24,8% à 1,1 milliard. Dans le même sens, les exportations des produits agricoles et agro-alimentaires ont enregistré un léger recul de 0,6% à 7 milliards. A l'inverse, le rythme de progression des exportations des phosphates et dérivés s'est accéléré de 12,6%, résultat essentiellement d'un accroissement de 44,8% des ventes de l'acide phosphorique et de 13,1% de celles des engrais naturels et chimiques.

Le recul des importations reflète, quant à lui, essentiellement un allègement de 30,4% de la facture

énergétique à 4,7 milliards, une diminution de 16,4% des importations de biens d'équipement à 9 milliards et une baisse de 12,7% des achats des demi-produits à 7,7 milliards.

En parallèle, les recettes de voyage ont reculé de 67,2% à 2,2 milliards et les transferts des MRE se sont améliorés de 8,8% à 5,9 milliards.

Pour sa part, le flux net d'IDE a accusé une diminution de 53,9% à 650 millions de dirhams et celui des investissements directs des marocains à l'étranger a augmenté de 693 millions pour s'établir à 1,1 milliard.

Au total, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib ont reculé de 2% en janvier 2021 à 313,9 milliards de dirhams, en lien principalement avec le remboursement anticipé d'une partie du tirage réalisé sur la LPL. Cet encours représente l'équivalent d'une couverture de 7 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre 2020, les conditions monétaires ont été marquées par une légère hausse des taux débiteurs, après les baisses enregistrées durant les deux trimestres précédents, et par une appréciation du taux de change effectif. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, sa progression est revenue de 5,6% au troisième trimestre à 4,5% au quatrième trimestre, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises non financières ainsi qu'une légère amélioration des crédits aux ménages. Ainsi, l'encours du crédit bancaire au secteur non financier a clôturé l'année 2020 avec une hausse de 3,9% contre 5,5% en 2019, en lien essentiellement avec le repli de l'activité consécutif à la crise de la Covid 19. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve ont enregistré une augmentation de 19,3% au quatrième trimestre après celle de 22,3% un trimestre auparavant et les créances nettes sur l'administration centrale ont progressé de 22,4% après 25,8%. Au total, la croissance de la masse monétaire s'est accélérée de 7,1% à 7,8%, pour terminer l'année sur une hausse de 8,4% contre 3,8% en 2019.

Après les baisses importantes des transactions et les replis des prix enregistrés au premier semestre de 2020 en lien avec les répercussions de la crise, la reprise du marché immobilier entamée au troisième trimestre s'est consolidée au dernier trimestre de l'année. Les prix des actifs ont en effet augmenté de 0,6% après une progression de 4,1% au trimestre précédent. Cette évolution recouvre une augmentation de 1,4% pour les biens résidentiels et des baisses respectives de 1% et de 0,5% pour les biens à usage professionnel et les terrains. Parallèlement, après avoir augmenté de 119,5% au troisième trimestre, les transactions ont enregistré une hausse de 39,2% qui a concerné toutes les catégories de biens. Dans le même sens, après la forte chute consécutive au déclenchement de la pandémie au début de l'année, la reprise de la bourse de Casablanca à partir du mois de mai, s'est poursuivie au quatrième trimestre. Le MASI a ainsi augmenté de 13% et le volume des échanges s'est élevé à 22,5 milliards après 4,7 milliards de dirhams un trimestre auparavant. L'indice de référence a clôturé de ce fait l'année avec une baisse de 7,3% et le volume des échanges est revenu de 75,4 milliards en 2019 à 55,8 milliards.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du quatrième trimestre de 2020, le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 91,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 102,2 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 101,9 milliards, dont 40,7 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 24,9 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 30,4 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 5,8 milliards servis sous forme de swap de change.

Pour l'ensemble de l'année 2020, le besoin de la liquidité bancaire s'est ainsi accentué à 90,2 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire contre 76,6 milliards en 2019. Ce creusement du déficit de la liquidité s'explique principalement par l'effet restrictif

de l'expansion de la circulation fiduciaire qui s'est élevé à 44 milliards de dirhams en moyenne après 18,5 milliards. A l'inverse, les réserves de change de Bank Al-Maghrib ont impacté positivement la liquidité bancaire avec une augmentation de 29,2 milliards en moyenne hebdomadaire après 2,9 milliards un an auparavant.

Les dernières données disponibles indiquent la poursuite de l'atténuation du déficit de la liquidité bancaire, revenant à 64,8 milliards en moyenne durant les deux premiers mois de l'année 2021. Cette amélioration de la situation de trésorerie bancaire s'explique en grande partie par la hausse des réserves de change.

Dans ce contexte, le taux interbancaire s'est stabilisé 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 globalement à la hausse au quatrième trimestre 2020

aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire avant de connaître une baisse en janvier et février 2021 en lien avec le recul du besoin du Trésor suite à l'opération de l'émission du Trésor sur le marché extérieur.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

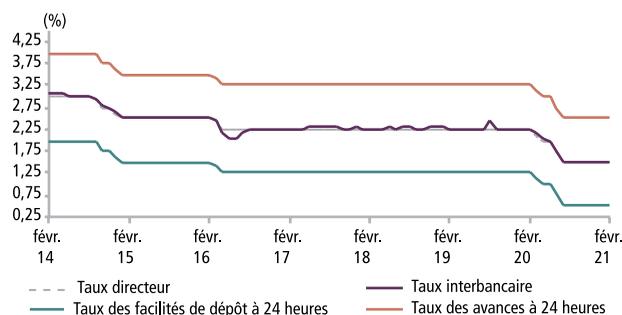
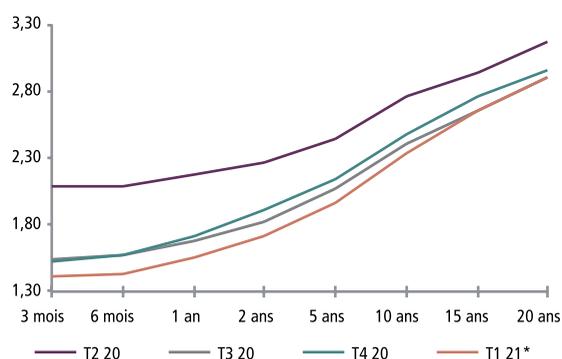


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

| | 2019 | | | | 2020 | | | | 2021 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | févr. |
| 52 semaines | 2,37 | 2,31 | 2,31 | 2,27 | 2,34 | 2,16 | 1,68 | 1,79 | 1,53 |
| 2 ans | 2,51 | 2,39 | 2,38 | 2,32 | 2,40 | 2,22 | 1,83 | 2,01 | 1,67 |
| 5 ans | 2,77 | 2,60 | 2,58 | 2,46 | 2,50 | 2,42 | 2,10 | 2,20 | 1,93 |
| 10 ans | 3,19 | 3,02 | 2,97 | 2,81 | 2,65 | 2,40 | 2,39 | 2,62 | 2,35 |
| 15 ans | 3,64 | 3,42 | 3,38 | 3,10 | 2,94 | 2,90 | - | 2,80 | 2,63 |

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

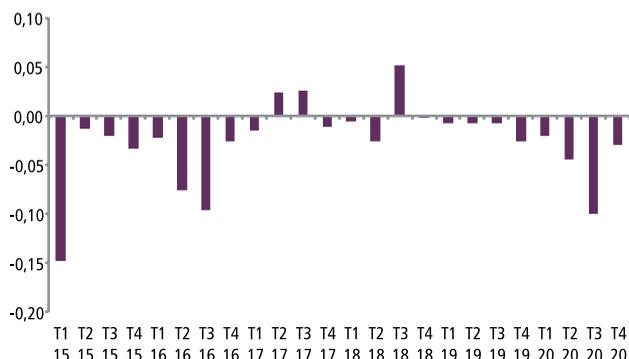


* Moyenne observée en janvier et février.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont connu une légère hausse au cours du quatrième trimestre 2020. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont reculé de 14 points de base à 2,36% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 3

points à 2,68% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques a connu une légère 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 quatrième trimestre 2020 indiquent une hausse de 8 points de base du taux moyen global à 4,42% et ce après une baisse de 21 points au trimestre précédent. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont augmenté de 12 points, traduisant des accroissements de 17 points pour les prêts aux grandes entreprises et de 3 points pour les crédits aux TPME. A l'inverse, les taux appliqués aux particuliers ont accusé un repli de 17 points, recouvrant une diminution des taux appliqués aux comptes débiteurs et aux crédits à la consommation ainsi qu'une stabilité de ceux des prêts à l'habitat. Pour l'ensemble de l'année 2020, le taux débiteur global moyen ressort en baisse de 49 points de base.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

| | 2019 | | 2020 | | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| Taux global | 5,09 | 4,91 | 4,89 | 4,55 | 4,34 | 4,42 |
| Particuliers | 5,69 | 5,55 | 5,51 | 5,14 | 5,15 | 4,98 |
| Crédits immobiliers | 4,51 | 4,48 | 4,43 | 4,66 | 4,31 | 4,33 |
| Crédits à la consommation | 6,72 | 6,66 | 6,55 | 6,56 | 6,46 | 6,40 |
| Entreprises | 4,92 | 4,77 | 4,76 | 4,46 | 4,16 | 4,28 |
| Crédits de trésorerie | 4,74 | 4,65 | 4,67 | 4,43 | 3,96 | 4,09 |
| Crédits à l'équipement | 5,20 | 4,58 | 4,53 | 4,18 | 4,51 | 4,23 |
| Crédits immobiliers | 6,07 | 6,12 | 6,15 | 6,12 | 5,85 | 5,84 |

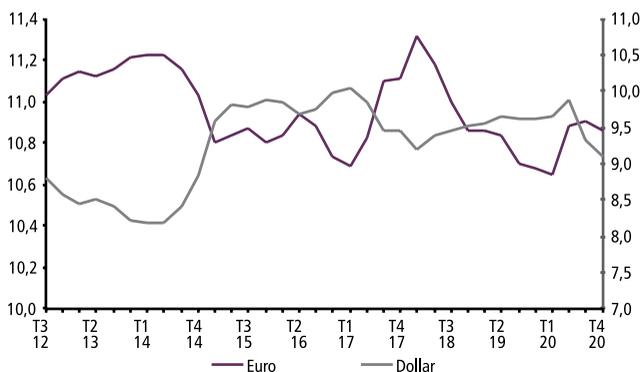
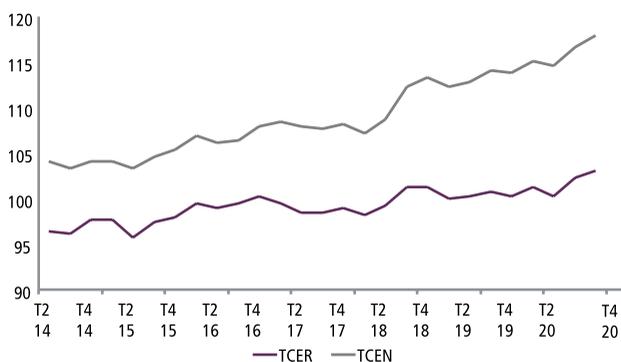
¹ Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

| | 2019 | | | | 2020 | | | |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| 6 mois | 2,78 | 2,68 | 2,75 | 2,68 | 2,73 | 2,64 | 2,50 | 2,36 |
| 12 mois | 3,06 | 3,00 | 3,01 | 2,98 | 3,06 | 3,02 | 2,71 | 2,68 |

3.1.2 Taux de change

Durant le quatrième trimestre 2020, l'euro s'est apprécié de 2,09% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,49% vis-à-vis de l'euro et de 2,58% par rapport au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 11,79% par rapport à la livre turque, de 0,29% contre la livre sterling et s'est déprécié de 1,76% face au yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,10% en terme nominal et de 0,82% en terme réel.

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 19,9% à 26,2 milliards de dirhams pour les ventes et de 27,1% à 26 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont augmenté de 22,2% à 12,5 milliards et les ventes à terme se sont accrues de 54,7% à 4,2 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 de 7,6 milliards de dirhams à fin décembre, contre 3,7 milliards à fin septembre 2020.

3.1.3 Situation monétaire

La progression de l'agrégat M3 est passée de 7,1% au troisième trimestre à 7,8% au quatrième trimestre 2020. Cette évolution traduit une accélération de 9,6% à 10,3% du rythme d'accroissement des dépôts à vue, avec notamment une amélioration de la croissance de 10,3% à 10,6% pour ceux des entreprises non financières privées et de 9,4% à 10% pour ceux des ménages. Dans le même temps, les titres des OPCVM monétaires se sont accrues de 11,8% au lieu de 2,8% un trimestre auparavant.

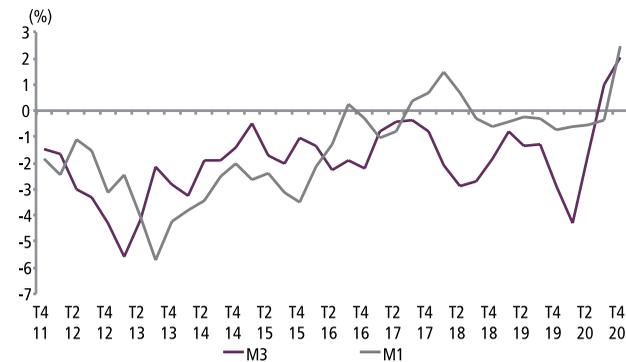
En revanche, les dépôts à terme ont accusé un repli de 11,5% après celui de 10,3%, traduisant une accentuation de la baisse de 7,3% à 15% des dépôts des entreprises privées et de 6% à 7,9% de ceux des ménages. Quant à la monnaie fiduciaire, elle a enregistré une augmentation de 21,1% après celle de 22,5% observée au troisième trimestre.

Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2020, l'évolution de la masse monétaire a été marquée par la forte progression de la circulation fiduciaire qui a augmenté de 50,4 milliards de dirhams contre 16,6 milliards en 2019 et 14,2 milliards en moyenne durant les cinq dernières années. Elle a également été marquée par l'expansion

de 62,3 milliards de dirhams des dépôts à vue, soit le double du rythme moyen depuis 2015.

Par principale contrepartie, l'évolution de la masse monétaire recouvre notamment des décélérations de 22,3% à 19,3% pour les avoirs officiels de réserve, de 25,8% à 22,4% pour les créances nettes sur l'administration centrale et de 5,3% à 4,7% pour le crédit bancaire.

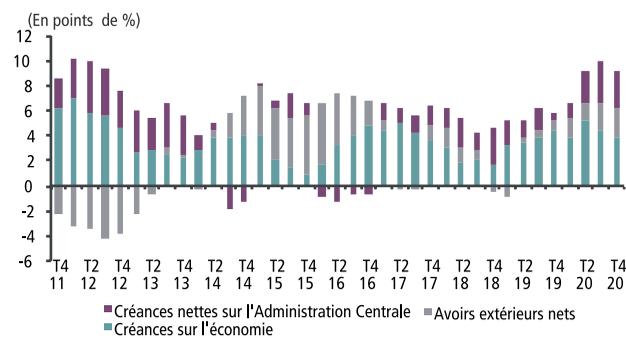
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



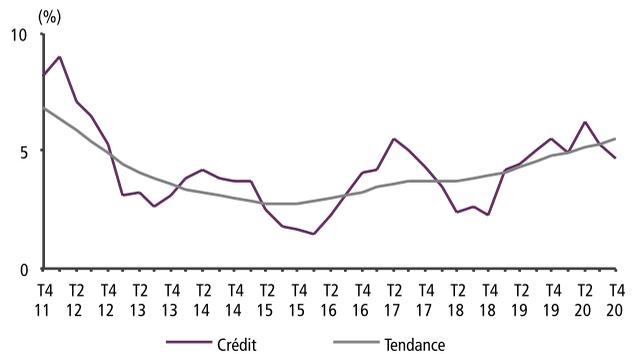
1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué du rythme moyen de la baisse de la vitesse de la circulation de la monnaie.

Source : BAM.

Graphique 3.7 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel



Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, sa progression annuelle est revenue de 5,6% au troisième trimestre à 4,5% au quatrième trimestre, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises non financières privées et publiques ainsi qu'une légère amélioration des crédits aux ménages.

Ainsi, les crédits aux entreprises privées se sont accrus de 5,8% après 8,1% au troisième trimestre, reflétant des ralentissements de 13% à 12,1% pour les facilités de trésorerie et de 2,1% à 1% pour les prêts destinés à la promotion immobilière. Dans le même temps, les crédits à l'équipement ont accusé un repli de 3,9%, après une augmentation de 1,5% un trimestre auparavant.

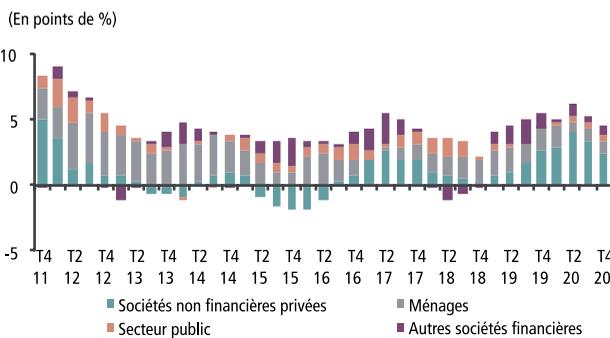
S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, ils ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 4,9% à 2,6%, avec notamment une accentuation de 1,1% à 16,7% de la baisse des facilités de trésorerie et une décélération de 2,5% à 1,9% de la progression des prêts à l'équipement.

Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, leur accroissement a légèrement décéléré de 7,1% à 6,8%, recouvrant notamment une accélération de 23,4% à 24,6% du rythme de croissance des facilités de trésorerie et une accentuation de 1,9% à 4,5% de la baisse des prêts à l'équipement.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de décembre 2020 indiquent une décélération des rythmes de progression de 2,8% en septembre à 0,7% pour les crédits destinés à la branche « transports et communications » et de 2,7% à 2,4% pour ceux du secteur « commerce, réparations automobiles et articles domestiques ». Dans le même temps, les concours accordés au secteur « Electricité, gaz et eau » ont marqué une baisse de 13,3% plus accentuée que celle de 3% observée un trimestre auparavant. A l'inverse, les crédits en faveur des entreprises des « Industries manufacturières » et des « Hôtels et restaurants » ont augmenté respectivement de 25,3% et de 23,1% au lieu de 10,2% et de 22%.

Quant aux prêts aux particuliers, leur taux de progression est passé de 2,5% à 2,9%, recouvrant une amélioration de 2,8% à 3,8% de la croissance des crédits à l'habitat et une accentuation de 2,4% à 3,6% de la baisse des prêts à la consommation.

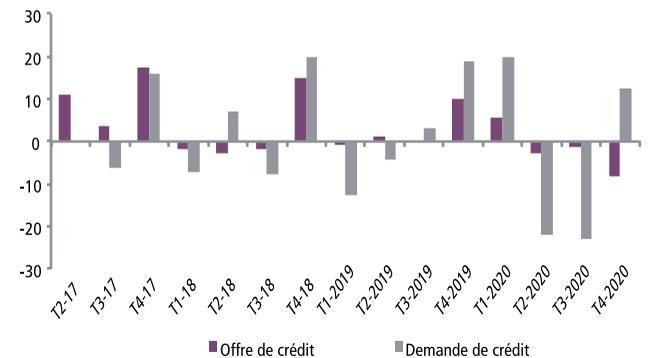
Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles se sont accrues de 14,5% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,5%. Elles ont augmenté de 12,2% pour les entreprises non financières privées et de 17,6% pour les ménages.

Graphique 3.10 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion)



Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont accusé un repli de 2,4% au lieu d'une augmentation de 2,5% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit des baisses de 0,9% des crédits accordés par les sociétés de financement et de 11,4% pour ceux distribués par les banques offshores après des hausses respectives de 1,8% et 13,5%.

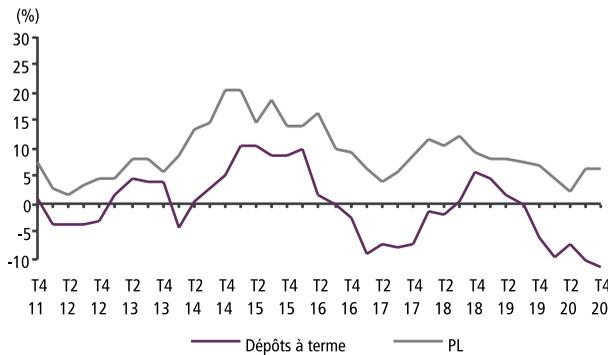
En comparaison annuelle, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier ressort ainsi en décélération à 3,9% contre de 5,5% enregistrée en 2019. Cette dynamique a concerné l'ensemble des secteurs institutionnels à l'exception des crédits aux entreprises publiques dont la baisse s'est légèrement atténuée.

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2021 indiquent une progression de 4,1% du crédit bancaire. En particulier, les prêts destinés au secteur non financier ont connu une légère amélioration de leur rythme avec une hausse de 4,9% en glissement annuel.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur taux d'accroissement annuel est passé de 6,3% au troisième trimestre à 6% au quatrième trimestre 2020. Cette évolution reflète une accélération de la progression de 3,3% à 2,3% pour les bons du Trésor et de 1,9% à 4% pour les titres des OPCVM actions

et diversifiés. En revanche, les titres des OPCVM obligataires ont vu leur rythme de croissance revenir de 10,9% à 10,6%.

Graphique 3.11 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

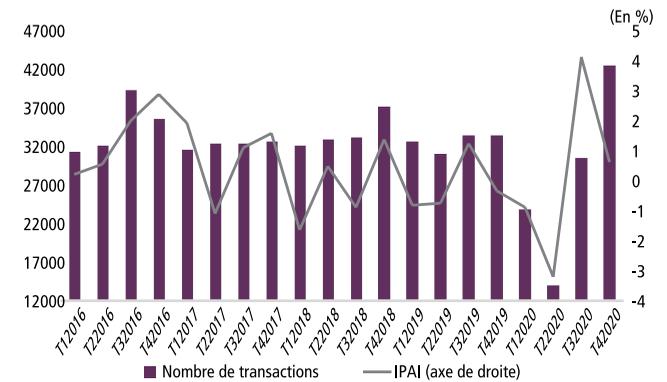
Au quatrième trimestre de 2020, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une hausse de 0,6% d'un trimestre à l'autre. Cette évolution recouvre une augmentation de 1,4% du résidentiel et des baisses respectives de 0,5% et de 1% des prix du foncier et des biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, et après la hausse exceptionnelle de 119,5% enregistrée le trimestre dernier, il a affiché une nouvelle progression de 39,2% qui a concerné l'ensemble des catégories, avec en particulier 39,7% pour le résidentiel et 47,2% pour le foncier.

Sur l'ensemble de l'année 2020, les prix des actifs immobiliers sont ressortis en baisse de 0,9% et les transactions ont reculé de 15,2%. Cette évolution a concerné l'ensemble des catégories de biens avec des baisses respectives des ventes et des prix de 18,2% et 1,2% pour le résidentiel, de 7,7% et 0,6% pour le foncier et de 5,4% et 0,4% pour les biens à usage professionnel.

Dans les principales villes, au quatrième trimestre, hormis Marrakech, Rabat et Agadir où ils ont reculé respectivement de 6%, 2,6% et 1,2%, les prix ont affiché des hausses allant de 0,7% à Kénitra et

Casablanca à 4,1% à Tanger. S'agissant du nombre de transactions, des augmentations importantes ont été relevées dans l'ensemble des principales villes avec des taux allant de 6,7% à El Jadida à 71,5% à Oujda.

Graphique 3.12 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières



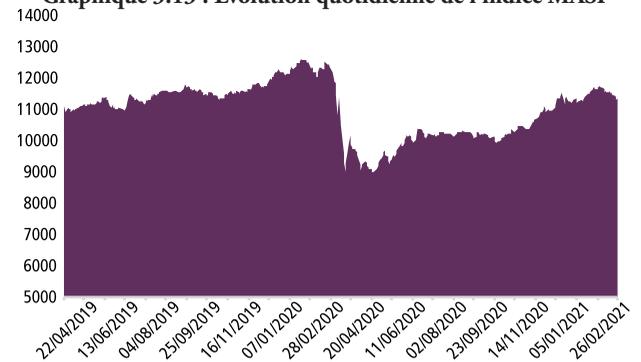
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

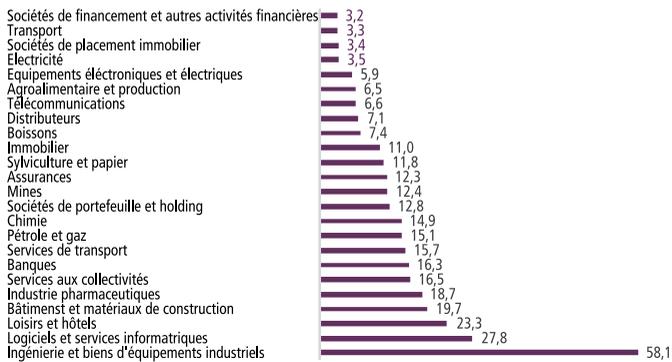
Au cours du dernier trimestre de 2020, le MASI a enregistré un bond de 13%. Cette évolution trimestrielle résulte notamment des hausses des indices sectoriels des « banques » de 16,3%, des « bâtiments et matériaux de construction » de 19,7% et des « télécommunications » de 6,6%.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Sources : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2020(en %)



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des transactions, il s'est élevé à 22,5 milliards de dirhams, contre 25,9 milliards au cours du quatrième trimestre de 2019. Par compartiment, le chiffre d'affaires est revenu de 11 milliards à 8,6 milliards sur le marché central actions et de 12,7 milliards à 11,4 milliards sur le marché de blocs.

Le trimestre a été également marqué par l'introduction en bourse de la société ARADEI, la première depuis 2018.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 13%, s'établissant à 585 milliards de dirhams.

Au terme de l'année 2020, le Masi est ressorti en baisse de 7,3%, avec des reflux importants pour les secteurs les plus impactés par la crise de Covid 19. Les baisses des indices sectoriels ont ainsi atteint 44,1% pour la « promotion et participation immobilière », 32,9% pour les « loisirs et hôtels » et 20,3% pour le « transport ». En revanche, les indices sectoriels des « logiciels et services informatiques » et des « industries pharmaceutiques » se sont appréciés de 52,3% et de 17,5%.

Les données à fin février 2021 indiquent une poursuite de la reprise du marché boursier avec une hausse du MASI de 0,6% depuis le début de l'année, recouvrant des augmentations sectorielles

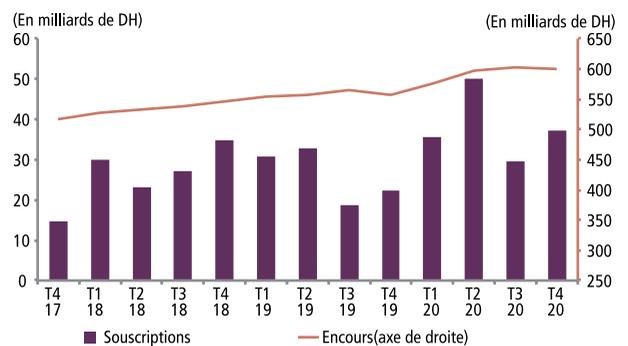
de 8,6% pour l'« agroalimentaire », de 9,7% pour le « pétrole et gaz » et de 9,4% pour les « mines » ainsi que des contreperformances de 5,3% pour les « télécommunications », de 0,3% pour les « banques » et de 4,2% pour les « boissons ». Concernant le volume global des échanges, il s'est établi à 3,3 milliards en janvier et à 1,8 milliard en février, après une moyenne mensuelle de 4,6 milliards en 2020. La capitalisation boursière s'est chiffrée à 585,9 milliards à fin février, en hausse de 0,2% 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 37,2 milliards de dirhams au quatrième trimestre, en progression trimestrielle de 25,6%. Elles ont porté à hauteur de 51% sur des maturités courtes et de 43% sur celles moyennes. Au terme de l'année 2020, les émissions du Trésor sur le marché des adjudications ont enregistré ainsi une hausse de 46,2% à 152,6 milliards, dans un contexte marqué par la progression du besoin du Trésor.

En février 2021, les levées du Trésor se sont établies à 7,4 milliards de dirhams et ont porté sur des maturités longues pour 42%, courtes pour 34% et moyennes pour 24%. Tenant compte des remboursements d'un montant de 5 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est chiffré à 607,4 milliards, en accroissement de 1,1% par rapport à fin décembre 2019.

Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor



Source : BAM.

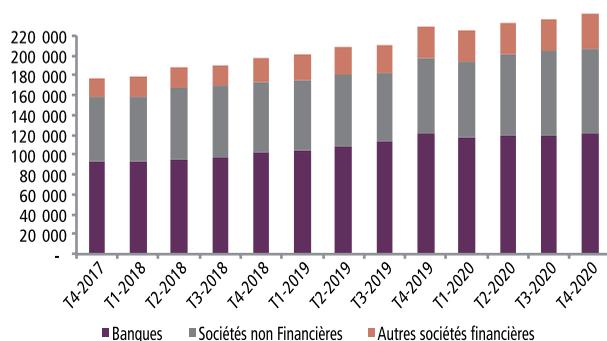
3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont diminué de 20,4% à 18,4 milliards de dirhams au quatrième trimestre 2020. Les banques ont levé un montant de 11,6 milliards contre 8,1 milliards le trimestre précédent et les entreprises non financières 4,5 milliards après 11,7 milliards.

En 2020, les émissions de titres privés ont accusé d'une année à l'autre une baisse de 9,9% à 77,8 milliards. Cette évolution résulte principalement de la contraction de 33,1% des émissions des banques en certificats de dépôts, en relation avec un refinancement plus important auprès de Bank Al Maghrib.

En janvier 2021, les levées se sont établies à 4,8 milliards et l'encours s'est chiffré à 242,5 milliards contre 241,5 milliards à fin décembre 2020.

Graphique 3.16 : 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

Durant le quatrième trimestre de l'année, les souscriptions aux titres des OPCVM ont reculé de 14,2%, d'un trimestre à l'autre, à 197 milliards et les rachats de 24% à 178,3 milliards, soit une collecte nette de 18,8 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la hausse pour l'ensemble des

fonds, avec des taux variants entre 0,4% pour les fonds « monétaires » et 10,8% pour ceux « actions ».

Sur l'ensemble de l'année 2020, elles se sont élevées ainsi à 939,7 milliards de dirhams, en progression de 11,6% par rapport à 2019. Tenant compte d'un montant de rachats de 899,5 milliards de dirhams, la collecte nette ressort en forte hausse à 40,2 milliards contre 13 milliards en 2019.

Les données du mois de février indiquent une hausse, depuis le début de l'année, de l'actif net des OPCVM de 6,2% à 555,5 milliards de dirhams. Cette progression reflète notamment des augmentations de 50,6% pour les fonds « diversifiés », de 12,5% pour ceux « obligataires à court terme » et de 2,1% pour les « obligataires à moyen et long termes ». A l'inverse, les OPCVM « contractuels » ont reculé de 17,5%.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2020 a été marquée par les conséquences de la pandémie de la COVID-19, conduisant à l'adoption, en juillet 2020, de la loi de finances rectificative (LFR), révisant ainsi le déficit budgétaire prévisionnel, hors privatisation, à 7,5% du PIB au lieu de 3,7%. Au terme de l'année 2020, l'exécution de la LFR fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 82,4 milliards, ou 7,6% du PIB, contre 46,9 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 5,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie de la Covid-19.

En 2021, l'exécution budgétaire à fin février a dégagé un déficit de 12,6 milliards, contre 12,3 milliards un an auparavant et ce, tenant compte du solde négatif de 1,8 milliard du Fonds spécial de gestion de la pandémie Covid-19, y compris le coût d'acquisition des vaccins d'un montant de 1,7 milliard. Cette évolution s'explique principalement par une amélioration de 0,7% à 40,1 milliards des recettes ordinaires, recouvrant un recul de 1,4% à 37,8 milliards du produit fiscal et des rentrées de 1,8 milliard des recettes non fiscales, contre 1,1 milliard à fin février 2020. Parallèlement, les dépenses ordinaires ont reculé de 2,2% à 47,1 milliards, recouvrant une hausse de 3,5% de celles du personnel et une baisse de 11,8% de celles des autres biens et services. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 7 milliards, en allègement de 1,3 milliard par rapport à fin février 2020. De leur côté, les dépenses d'investissement ont régressé de 6,5% à 15,2 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 62,3 milliards, en allègement de 3,3%.

Tenant compte de la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 876 millions, le déficit de caisse du Trésor s'est établi à 13,4 milliards, en allègement de 3,4 milliards par rapport à la même période en 2020. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 9,7 milliards et par un flux net extérieur positif de 3,7 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 1,2% par rapport à son niveau à fin décembre 2020. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent favorables comme en témoigne l'évolution des taux moyens pondérés des émissions sur le marché primaire.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire des deux premiers mois de 2021 fait ressortir une amélioration de 0,7% à 40,1 milliards des recettes ordinaires, recouvrant une baisse de 1,4% à 37,8 milliards des rentrées fiscales et un encaissement de 1,8 milliard des recettes non fiscales contre 1,1 milliard à fin février 2020. Le repli du produit fiscal est imputable notamment aux baisses des rentrées de la TIC, de la TVA à l'importation et des droits d'enregistrement et de timbre.

Les impôts directs ont drainé 11,8 milliards de dirhams, en hausse de 6,1%, en liaison essentiellement avec l'accroissement de 8,5% à 9,4 milliards du produit de l'IR, avec notamment des progressions de 5,1% à 1,6 milliard de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses du Personnel et de 31,2% à 689 millions de l'IR sur les profits immobiliers. En revanche, les recettes de l'IS, basées essentiellement sur les résultats de 2020, ont reculé de 0,3% à 2,2 milliards.

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

| | Janv. Févr. 2020 | Janv. Févr. 2021 | Var en % | LF 2021 | Réalisation par rapport à la LF (%) |
|-------------------------------|------------------|------------------|-------------|--------------|-------------------------------------|
| Recettes ordinaires | 39,8 | 40,1 | 0,7% | 259,0 | 15,5 |
| Recettes fiscales | 38,3 | 37,8 | -1,4 | 221,7 | 17,0 |
| - Impôts directs | 11,1 | 11,8 | 6,1 | 80,1 | 14,7 |
| Dont I.S | 2,2 | 2,2 | -0,3 | 38,2 | 5,8 |
| I.R | 8,6 | 9,4 | 8,5 | 39,8 | 23,6 |
| - Impôts indirects | 20,7 | 19,8 | -3,9 | 116,1 | 17,1 |
| TVA* | 15,9 | 15,9 | 0,4 | 87,0 | 18,3 |
| TIC | 4,8 | 3,9 | -18,4 | 29,1 | 13,5 |
| - Droits de douane | 1,67 | 1,72 | 2,9 | 10,8 | 16,0 |
| - Enregistrement & timbre | 4,8 | 4,4 | -9,1 | 14,7 | 29,8 |
| Recettes non fiscales | 1,1 | 1,8 | 66,4 | 34,0 | 5,2 |
| - Monopoles et participations | 0,1 | 0,6 | 546,3 | 17,1 | 3,6 |
| - Autres recettes | 1,0 | 1,2 | 19,2 | 16,9 | 6,8 |
| dont Dons CCG | 0,0 | 0,0 | | 0,0 | |
| Recettes des CST | 0,5 | 0,6 | 26,3 | 3,3 | 17,5 |

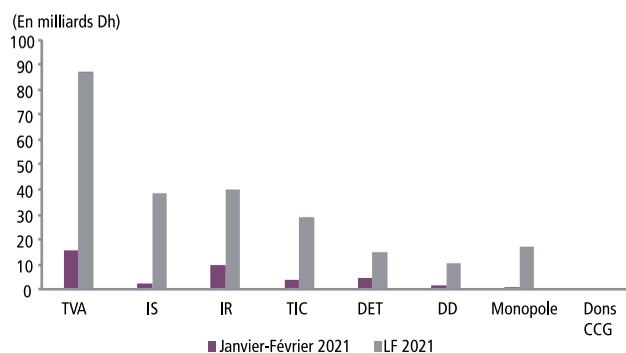
* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales.
Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont accusé une baisse de 3,9% à 19,8 milliards de dirhams, induite principalement par le recul de 5,9% à 8,4 milliards de celles de la TVA à l'importation et de 18,4% à 3,9 milliards de celles de la TIC. En revanche, les recettes de la TVA à l'intérieur ont augmenté de 8,6% à 7,5 milliards et ce, tenant compte des remboursements d'un montant de 1,1 milliard au lieu de 1,9 milliard à fin février 2020.

La régression des recettes de la TIC reflète principalement des replis de 18,5% à 2,2 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 17% à 1,5 milliard de celle sur les tabacs.

De leur côté, les recettes des droits de douane se sont améliorées de 2,9% à 1,7 milliard, alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont accusé une baisse de 9,1% à 4,4 milliards.

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



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

Note :

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

Quant aux recettes non fiscales, elles sont passées de 1,1 milliard à 1,8 milliard à fin février 2021. Sur ce total, 614 millions de dirhams ont été encaissés au titre des monopoles et participations, au lieu de 95 millions un an auparavant, provenant de l'ANCFCC à hauteur de 500 millions et de Bank Al-Maghrib pour 90 millions.

4.2 Dépenses

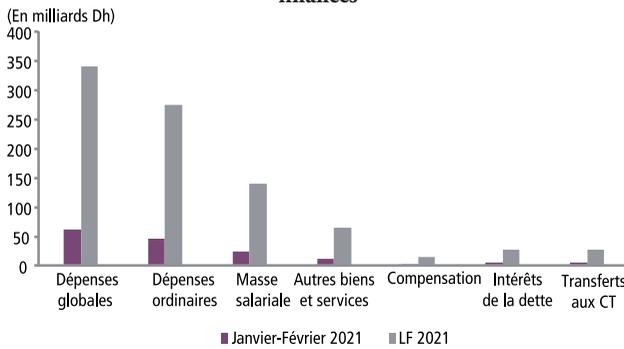
Les dépenses globales à fin février 2021 se sont allégées de 3,3% à 62,3 milliards, résultat d'une régression de 2,2% à 47,1 milliards des dépenses ordinaires et de 6,5% à 15,2 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services ont reculé de 2% à 35,6 milliards, recouvrant une augmentation de 3,5% à 24,1 milliards de la masse salariale et un repli de 11,8% à 11,5 milliards des dépenses des autres biens et services. Ces dernières incorporent une baisse de 13,2% à 5,9 milliards des versements aux établissements et entreprises publics et une stagnation de ceux au profit des comptes spéciaux du Trésor à 445 millions de dirhams. Concernant les dépenses de personnel, les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel (TGR) ont enregistré une hausse de 3,6%, en raison des progressions de 2,5% de sa composante structurelle et de 55,5% à 622 millions des rappels.

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

| | Janv. Févr. 2020 | Janv. Févr. 2021 | Var en % | LF 2021 | Exécution par rapport à la LF (%) |
|----------------------------|------------------|------------------|-------------|--------------|-----------------------------------|
| Dépenses globales | 64,4 | 62,3 | -3,3 | 341,1 | 18,3 |
| Dépenses ordinaires | 48,2 | 47,1 | -2,2 | 273,0 | 17,3 |
| Biens et services | 36,3 | 35,6 | -2,0 | 205,7 | 17,3 |
| Personnel | 23,3 | 24,1 | 3,5 | 139,9 | 17,2 |
| Autres biens et services | 13,0 | 11,5 | -11,8 | 65,9 | 17,4 |
| Intérêts de la dette | 4,3 | 3,8 | -10,9 | 27,7 | 13,9 |
| Compensation | 2,8 | 2,9 | 4,5 | 13,6 | 21,4 |
| Transferts aux CT | 4,75 | 4,77 | 0,4 | 26,1 | 18,3 |
| Investissement | 16,2 | 15,2 | -6,5 | 68,1 | 22,3 |

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

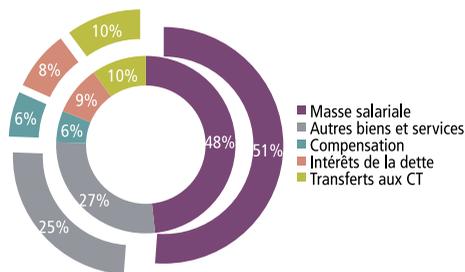
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

Les charges en intérêts de la dette sont ressorties en diminution de 10,9% à 3,8 milliards, recouvrant un recul 20,1% à 3,1 milliards des intérêts sur la dette intérieure et une augmentation de 72,5% à 737 millions de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



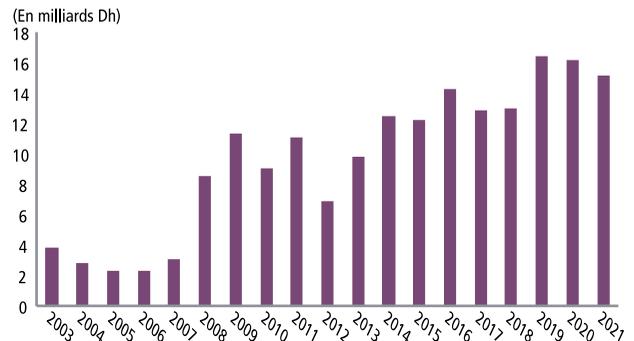
Anneau intérieur : Janvier-février 2020
Anneau extérieur : Janvier-février 2021

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

Concernant la compensation, les charges dues se sont accrues de 4,5% à 2,9 milliards à fin février 2021. Les données de la Caisse de compensation indiquent des augmentations de 3,8% à 539,5 dollars la tonne du cours moyen du gaz butane et de 6,3% à 369,5 dollars la tonne du cours moyen du sucre au titre des deux premiers mois de 2021. Selon la même source, la subvention relative au gaz butane au titre du mois de janvier 2021 s'est repliée de 2,3% à 938 millions et celle allouée au sucre a baissé de 6,6% à 258 millions de dirhams. Par ailleurs, selon les données de la Trésorerie Générale du Royaume, aucune dépense n'a été enregistrée au niveau de la compensation sur la base des émissions en février 2021, au lieu de 400 millions de dirhams un an auparavant.

Exécutées à hauteur de 22,3%, les dépenses d'investissement ont reculé de 6,5% à 15,2 milliards, incorporant une baisse de 31,4% à 3,7 milliards des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin février

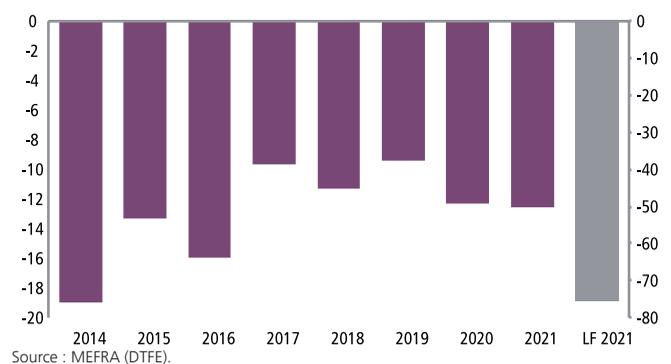


Source : MEFRA (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte des évolutions des recettes, des dépenses et du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des finances publiques s'est soldée par un déficit de 12,6 milliards, contre un déficit de 12,3 milliards à fin février 2020. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance de 876 millions, portant ainsi le déficit de caisse à 13,4 milliards, contre 16,8 milliards une année auparavant.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin février



Source : MEFRA (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 9,7 milliards, au lieu de 17,7 milliards à fin février 2020, et par des concours extérieurs nets de 3,7 milliards contre un flux net négatif de 944 millions un an auparavant.

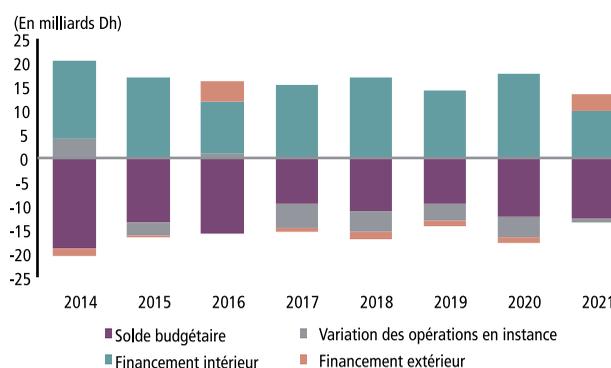
**Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)**

| | Janv.-Févr. 2020 | Janv.-Févr. 2021 | LF 2021 |
|--------------------------------------|---------------------|---------------------|--------------|
| Solde ordinaire | -8,4 | -7,0 | -14,0 |
| Solde des CST | 12,3 | 9,6 | 7,0 |
| Fonds Covid-19 | 0,0 | -1,8 | 0,0 |
| Solde primaire | -7,9 | -8,7 | -47,5 |
| Solde budgétaire | -12,3 | -12,6 | -75,1 |
| Variation des opérations en instance | -4,5 | -0,9 | |
| Besoin de financement | -16,8 | -13,4 | -75,1 |
| Financement intérieur | 17,7 | 9,7 | 36,8 |
| Financement extérieur | -0,9 | 3,7 | 34,4 |
| Privatisation | 0,0 | 0,0 | 4,0 |

Source : MEFRA (DTFE).

Pour ce qui est du financement intérieur, les levées nettes du Trésor sur le marché des adjudications se sont élevées à 6,7 milliards, au lieu de 19,5 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes les plus importantes ont porté notamment sur les maturités à 10 ans à hauteur de 5 milliards, celles à 20 ans pour 3,2 milliards, celles à 5 ans pour 3,1 milliards et les bons à 30 ans pour 1,4 milliard. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné principalement les bons à 15 ans, à 13 semaines et à 26 semaines pour des montants respectifs de 4,3 milliards, 1,4 milliard et 1,1 milliard.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin février*



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

Source : MEFRA (DTFE).

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles sont demeurées favorables pour les deux premiers mois de 2021, comme

en témoigne la baisse des taux moyens pondérés (TMP) par rapport à la même période en 2020. Les taux ont ainsi baissé de 80 pdb à 1,4% pour les bons à 13 semaines, de 79 pdb à 1,54% pour ceux à 52 semaines et de 67 pdb à 1,71% pour les bons à 2 ans. De même, des replis ont été enregistrés pour les maturités de 30 ans avec 53 pdb à 3,34%, pour celles de 20 ans avec 32 pdb à 2,92% et pour celles de 15 et 10 ans avec 29 pdb chacune à 2,65% et 2,36%, respectivement.

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

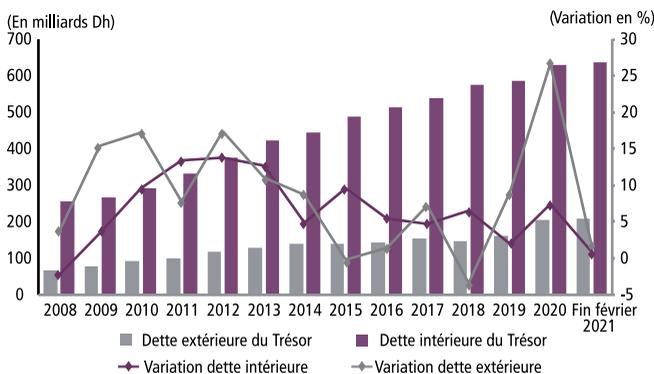
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020* | Fin févr. 2021* |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|
| Dette extérieure du Trésor | 142,8 | 153,2 | 148,0 | 161,5 | 204,4 | 208,2 |
| Var en % | 1,4 | 7,3 | -3,4 | 9,1 | 26,6 | 1,8 |
| Dette intérieure du Trésor | 514,7 | 539,1 | 574,6 | 586,5 | 630,5 | 636,5 |
| Var en % | 5,4 | 4,8 | 6,6 | 2,1 | 7,5 | 1,0 |
| Encours de la dette directe | 657,5 | 692,3 | 722,6 | 748,0 | 834,9 | 844,7 |
| Var en % | 4,5 | 5,3 | 4,4 | 3,5 | 11,6 | 1,2 |

* Pour les dettes à fin 2020 et à fin février 2021, elles sont estimées sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Source : MEFRA (DTFE).

Dans ces conditions, les estimations de la dette directe basées sur les flux de financement font ressortir une progression de 1,2% de son encours par rapport à son niveau à fin décembre 2020, avec une augmentation de 1% de la composante intérieure et de 1,8% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : MEFRA (DTFE), * Estimations BAM.

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2020

La situation budgétaire au terme de l'année 2020 fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 82,4 milliards, contre 46,9 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 5,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie Covid-19. Les recettes ordinaires ont diminué de 7,6% à 253,1 milliards, reflétant des baisses de 6,8% des rentrées fiscales et de 12,4% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont accrues de 2,1% à 255,9 milliards, sous l'effet principalement des hausses de 4,5% de la masse salariale et de 6,4% des dépenses au titre des autres biens et services, alors que la charge de compensation et les transferts aux collectivités territoriales se sont allégés respectivement de 15,8% et 8,9%. De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 18,8% à 85,9 milliards.

Tableau E 4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2019 et 2020, en milliards de dirhams

| | 2019 | 2020 | Ecart | | Exécution / LFR 2020 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------|
| | | | en % | en valeur | |
| Recettes ordinaires | 273,9 | 253,1 | -7,6 | -20,7 | 103,7 |
| Recettes fiscales* | 239,0 | 222,8 | -6,8 | -16,2 | 107,5 |
| - Impôts directs | 96,5 | 92,7 | -4,0 | -3,9 | 105,9 |
| Dont I.S | 48,9 | 48,8 | -0,2 | -0,1 | 113,7 |
| I.R | 42,9 | 40,2 | -6,5 | -2,8 | 100,3 |
| - Impôts indirects | 117,8 | 107,4 | -8,8 | -10,4 | 108,3 |
| TVA | 87,9 | 80,0 | -8,9 | -7,8 | 111,8 |
| TIC | 29,9 | 27,4 | -8,4 | -2,5 | 99,2 |
| - Droits de douane | 9,8 | 9,5 | -2,9 | -0,3 | 119,6 |
| - Enregistrement et timbre | 14,9 | 13,3 | -11,4 | -1,7 | 104,7 |
| Recettes non fiscales | 31,1 | 27,2 | -12,4 | -3,8 | 80,8 |
| - Monopoles | 10,5 | 9,7 | -7,4 | -0,8 | 66,2 |
| - Autres recettes | 20,6 | 17,5 | -14,9 | -3,1 | 92,2 |
| Y.c. Dons CCG | 1,6 | 0,3 | -83,0 | -1,4 | 15,4 |
| Recettes a/t mécanismes innovants | 9,4 | 2,6 | -72,9 | -6,9 | 18,2 |
| Recettes de certains CST | 3,8 | 3,1 | -18,0 | -0,7 | 103,7 |
| Dépenses globales | 323,0 | 341,8 | 5,8 | 18,8 | 103,6 |
| Dépenses ordinaires | 250,7 | 255,9 | 2,1 | 5,2 | 98,8 |
| Biens et services | 181,9 | 191,1 | 5,1 | 9,3 | 96,9 |
| Personnel | 127,7 | 133,5 | 4,5 | 5,8 | 98,2 |
| Autres biens et services | 54,2 | 57,6 | 6,4 | 3,4 | 93,9 |
| Intérêts de la dette publique | 26,4 | 27,3 | 3,2 | 0,8 | 96,2 |
| Compensation | 16,1 | 13,5 | -15,8 | -2,5 | 114,1 |
| Transferts aux CT | 26,4 | 24,0 | -8,9 | -2,4 | 111,8 |
| Solde ordinaire | 23,1 | -2,8 | | | |
| Investissement | 72,3 | 85,9 | 18,8 | 13,6 | 121,3 |
| Solde des CST | 2,3 | 6,3 | | | |
| Solde budgétaire | -46,9 | -82,4 | | | |
| En points du PIB | -4,1 | -7,6 | | | |
| Solde primaire | -20,4 | -55,1 | | | |
| Variation des opérations en instance | -4,5 | 14,7 | | | |
| Solde de financement | -51,4 | -67,6 | | | |
| Financement intérieur | 28,8 | 24,7 | | | |
| Financement extérieur | 17,2 | 42,9 | | | |
| Privatisation | 5,3 | 0,0 | | | |

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.

Sources : - MEFRA (DTFE)

Réalisées à hauteur de 107,5% de la programmation de la LFR, l'évolution des recettes fiscales reflète la régression de toutes les catégories d'impôts. Cette contraction est en relation avec le recul de l'activité et la baisse des cours des produits pétroliers importés. Ainsi, les impôts directs se sont repliés de 4% à 92,7 milliards, en liaison essentiellement avec les diminutions de 6,5% à 40,2 milliards du produit de l'IR et de 0,2% à 48,8 milliards de celui de l'IS, alors que la contribution de solidarité sur les bénéfices a affiché un accroissement de 11% à 2,2 milliards. Pour leur part, les impôts indirects ont régressé de 8,8% à 107,4 milliards, résultat principalement des replis de 8,9% à 80 milliards des recettes de la TVA et de 8,4% à 27,4 milliards de celles de la TIC, avec une baisse de 13,2% à 14,4 milliards de la TIC sur les produits énergétiques. Concernant la TVA, les recettes de celle à l'importation ont reculé de 12,6% à 49 milliards et celle à l'intérieur de 2,5% à 31 milliards. De leur côté, les rentrées de droits de douane et d'enregistrement et de timbre ont diminué de 2,9% à 9,5 milliards et de 11,4% à 13,3 milliards respectivement.

En ce qui concerne les recettes non fiscales, leur évolution est imputable principalement à la baisse de 7,4% à 9,7 milliards des recettes des monopoles et participations, dont 3,6 milliards proviennent de l'OCP, 2 milliards de l'ANCFCC, 1,1 milliard de BAM, et 911 millions de Maroc Télécom, et aux recettes au titres des financements innovants revenant de 9,4 milliards en 2019 à 2,6 milliards. Quant aux dons des pays du CCG, elles ont diminué de 83% à 278 millions de dirhams. En revanche, les fonds de concours ont connu une amélioration, passant de 2 milliards à 7,1 milliards de dirhams à fin 2020.

En regard, l'alourdissement des dépenses globales, avec un taux d'exécution de 103,6% de la LFR, résulte des augmentations de 2,1% à 255,9 milliards des dépenses ordinaires et de 18,8% à 85,9 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services ont atteint 191,1 milliards, en hausse de 5,1%, attribuable aux accroissements de 4,5% à 133,5 milliards de la masse salariale et de 6,4% à 57,6 milliards des dépenses des autres biens et services. De leur part, les charges afférentes aux intérêts de la dette se sont accrues de 3,2% à 27,3 milliards. Quant à la charge de compensation, elle s'est allégée de 15,8% à 13,5 milliards, soit un taux d'exécution de 114,1% de la loi de finances.

Compte tenu d'une reconstitution du stock des opérations en instance d'un montant de 14,7 milliards, le déficit de caisse hors privatisation s'est établi à 67,6 milliards, au lieu de 51,4 milliards à fin 2019. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 24,7 milliards et par un flux net extérieur positif de 42,9 milliards. Il est à noter que les tirages extérieurs bruts ont atteint un niveau record de 62,9 milliards de dirhams. Cette mobilisation a été rendue possible suite au déplafonnement du seuil fixé dans la LF 2020 à 31 milliards de dirhams.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

L'assouplissement des restrictions imposées durant le troisième trimestre a engendré une reprise graduelle de l'activité économique, avec toutefois des rythmes différenciés selon les secteurs. Les activités non agricoles ont vu leur contraction s'atténuer entre le deuxième et le troisième trimestre 2020 de -15,5% à -6,7% en glissement annuel. Parallèlement, et sous l'effet des conditions climatiques défavorables, la valeur ajoutée agricole a poursuivi son recul au troisième trimestre à -8,6%. Au total, le PIB en volume s'est replié de 7,2% au lieu d'une chute de 15,1% un trimestre auparavant. Du côté de la demande, cette évolution recouvre des contributions négatives à la croissance de 7,1 points de pourcentage de sa composante intérieure et de 0,1 point des exportations nettes.

Cette reprise graduelle de l'activité se serait poursuivie au quatrième trimestre pour terminer l'année 2020 sur un recul du PIB de 7% en moyenne, après un accroissement de 2,5% en 2019, avec une diminution de 6,7%, après une augmentation de 3,8%, de la valeur ajoutée non agricole et de 8,1%, après une baisse de 5,8%, de celle agricole. Au premier trimestre 2021, le PIB devrait de nouveau fléchir de 1,9% en glissement annuel, résultat d'un repli de 5,2% des activités non agricoles et d'une amélioration de 17,6% de la valeur ajoutée agricole.

Pour ce qui est du marché du travail, les données relatives à l'année 2020 montrent une nette dégradation de la situation. Les pertes d'emplois se sont élevées à 432 mille postes, après une création de 165 mille en 2019, dont plus de 63% au niveau de l'agriculture et 25% dans les services. En plus, le volume horaire de travail hebdomadaire s'est contracté de 20% ou l'équivalent de 2,1 millions d'emplois à temps plein¹. En dépit d'un retrait important de 111 mille demandeurs d'emploi du marché, le taux de chômage s'est aggravé à 2,7 points à 11,9% globalement, de 2,9 points à 15,8% dans les villes et de 2,2 points à 5,9% dans les campagnes.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre de 2020 font ressortir une contraction de 10,5% de la consommation finale des ménages au lieu d'une hausse de 1% à la même période une année auparavant.

Au quatrième trimestre, les indicateurs disponibles laissent entrevoir une diminution de 7% de la consommation des ménages contre une progression de 0,8% un an auparavant, dans un contexte marqué par le prolongement des restrictions locales et sectorielles et leur durcissement à l'occasion du nouvel an. Cette prévision est corroborée par la baisse des activités agricoles et la perte de 451 mille emplois sur le marché du travail au cours de la même période par rapport au même trimestre un an auparavant. De même, l'indice de confiance des ménages a connu une dégradation, revenant à 61,2 points contre 77,8 au même trimestre une année auparavant.

Sur l'ensemble de l'année 2020, la consommation des ménages aurait affiché un recul de 9,3% au lieu d'une progression de 1,8% en 2019. Pour le premier trimestre de l'année 2021, sa baisse devrait s'atténuer à -2%.

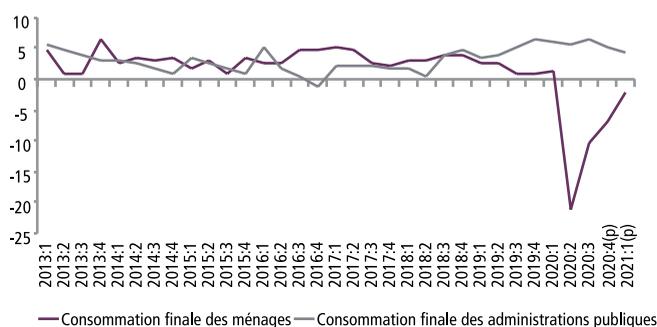
S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, les réalisations au titre du troisième trimestre font ressortir un accroissement de 6,4% au lieu de 5,3% au même trimestre un an auparavant, avec une contribution à la croissance de 1,2 point de pourcentage après un point.

Son rythme aurait connu, au quatrième trimestre, une décélération à 5,2% contre 6,4%, en relation avec la légère baisse du flux des dépenses de fonctionnement. Sur l'ensemble de l'année 2020, la consommation finale des administrations publiques aurait progressé de 5,9% au lieu de 4,7% en 2019 et devrait ralentir à

¹ Une semaine de travail à temps plein correspond à 48 heures.

4,3% au premier trimestre en relation avec la dissipation progressive de l'effet de la revalorisation salariale prévue par l'accord tripartite d'avril 2019.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au troisième trimestre de 2020, l'investissement a continué sa baisse amorcée au quatrième trimestre de l'année 2019, affichant un recul de 7,8% au lieu d'une amélioration de 2,5% un an auparavant.

Cette baisse aurait persisté au quatrième trimestre 2020 avec un repli de 7,5%, après une baisse de 0,1% un an auparavant, en liaison avec la diminution des importations des biens d'équipement. En revanche, le rythme d'évolution de l'investissement du Trésor a connu une accélération, en flux trimestriel, comparativement à la même période de l'année 2019. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture trimestrielle réalisée par Bank Al-Maghrib dans le secteur industriel indiquent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par près de la moitié des industriels sondés et de « difficile » par 43% d'entre eux.

Dans ces conditions, l'investissement aurait enregistré, sur l'ensemble de l'année 2020, une baisse de 8% contre un accroissement de 0,1%.

Au premier trimestre de l'année 2021, l'investissement devrait connaître une nette atténuation de sa baisse, sous l'hypothèse d'une reprise progressive de l'activité

et de l'accélération du rythme de généralisation du vaccin anti-Covid.

5.2 Demande extérieure

Au troisième trimestre de 2020, les exportations de biens et services ainsi que les importations en volume ont enregistré des baisses sensibles de 13,7% et de 11,3% après des hausses de 8,5% et de 6,8%, respectivement, au même trimestre de 2019.

Au quatrième trimestre, les exportations auraient poursuivi leur baisse à un rythme moins prononcé en comparaison avec les évolutions enregistrées depuis le deuxième trimestre de 2020. Ainsi, les exportations auraient accusé un repli de 7,2% au lieu d'une hausse de 4,3%, résultat, principalement, de la décélération du rythme d'évolution des exportations automobiles. De même, les importations auraient reculé de 6% après une amélioration de 1,7%, sous l'effet du repli des importations des produits énergétiques et des biens d'équipement.

Sur l'ensemble de l'année 2020, les exportations et les importations de biens et services auraient fléchi respectivement de 14,6% et de 11,4% contre des évolutions positives de 5,5% et de 3,3%. La contribution des exportations nettes à la croissance ressortirait ainsi négative de 0,3 point de pourcentage.

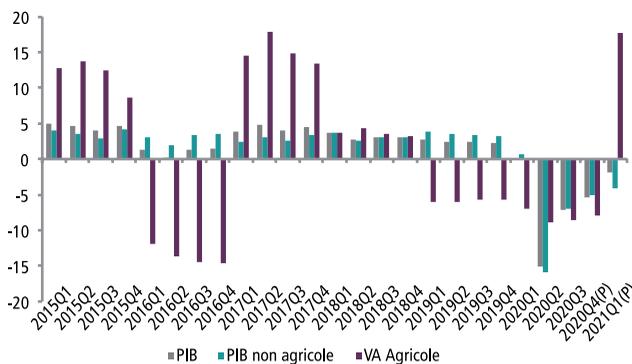
Les perspectives d'évolution au premier trimestre 2021 indiquent une atténuation de la baisse des exportations et une hausse des importations pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 2019.

5.3 Offre globale

Au troisième trimestre, l'assouplissement des restrictions sur les déplacements a engendré une atténuation du recul, en glissement annuel, du PIB comparativement au deuxième trimestre à -7,2% contre -15,1%, avec des fléchissements de 6,7% de la valeur ajoutée des secteurs non agricoles et de 8,6% de celle agricole.

Pour le quatrième trimestre, à l'exception de certains secteurs fortement impactés, la reprise devrait se poursuivre de manière graduelle compte tenu du maintien en vigueur de mesures ciblées territorialement et sectoriellement pour contenir la propagation de la pandémie. Le PIB aurait diminué de 5,4%, reflétant un recul de même ampleur pour les activités non agricoles et un repli de 7,9% pour la valeur ajoutée agricole.

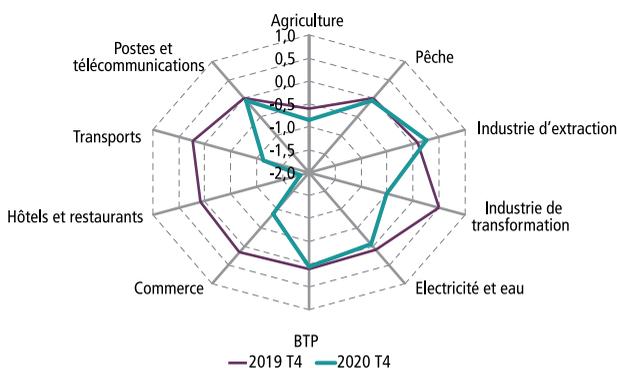
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au plan sectoriel, l'activité aurait accusé une baisse de 3,2% pour les industries de transformation et de 2,3% pour la branche « électricité et eau ». A l'inverse, les industries extractives auraient connu une hausse de 8,5% de leur valeur ajoutée et celle du BTP aurait enregistré une légère amélioration de 1,1%.

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, la valeur ajoutée aurait chuté de 66,7%, pour la branche « Hôtels et Restaurants », et de 28% pour les services de transport, traduisant la persistance des perturbations du trafic notamment aérien et maritime de voyageurs. Le repli serait de 11% dans le « commerce » et de 2,4% pour les « postes et télécommunications ».

Sur l'ensemble de l'année 2020, le PIB aurait chuté de 7%, au lieu d'un accroissement de 2,5% en 2019, avec des baisses de 6,7%, contre une augmentation de 3,8%, de la valeur ajoutée non agricole et de 8,1%, après 5,8%, de celle agricole.

Au premier trimestre 2021, la valeur ajoutée agricole devrait s'améliorer de 17,6%, après une diminution de 7% un an auparavant, grâce à des conditions climatiques très favorables. Elle devrait, à l'inverse, régresser de 5,2%, contre une progression de 0,9%, pour les secteurs non agricoles. Au total, le PIB devrait se contracter de 1,9%, au lieu de 0,1% un an auparavant.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

En 2020, la situation sur le marché du travail s'est fortement détériorée. La population d'actifs âgés de 15 ans et plus¹ a accusé un repli de 0,9% pour s'établir à 11,97 millions de personnes. Elle a régressé de 4,1% dans les campagnes et progressé de 1,2% dans les villes. De même, et compte tenu d'un accroissement de la population en âge d'activité et d'un retrait de 111 mille personnes, le taux d'activité a poursuivi sa baisse, avec un rythme plus accentué, revenant de 45,8% à 44,8% globalement, de 42,3% à 41,9% en milieu urbain et de 52,2% à 50% dans les zones rurales.

En parallèle, l'économie a connu une perte de 432 mille emplois, contre une création de 165 mille un

¹ La population active est composée de la population employée et de celle en chômage.

an auparavant, et la population active occupée s'est ainsi contractée de 3,9% à 10,5 millions de personnes. Les pertes d'emplois ont concerné l'ensemble des secteurs et se sont élevées à 273 mille dans l'agriculture, à 107 mille dans les services, à 37 mille dans l'industrie y compris l'artisanat et à 9 mille dans le BTP.

De surcroît, le volume horaire de travail hebdomadaire moyen a chuté de 20%, revenant de 494 millions heures en 2019 à 394 millions en 2020, ce qui correspond à une perte de 2,1 millions emplois à temps plein. Par secteur, la baisse a été de 25,4% dans le BTP, de 22,3% dans l'industrie y compris l'artisanat, de 20,4% dans les services et de 17% dans l'agriculture.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

L'effectif des chômeurs a augmenté de 29,1% à près de 1,43 million de personnes, et le taux de chômage s'est nettement aggravé, passant de 9,2% à 11,9% au niveau national, de 12,9% à 15,8% en milieu urbain et de 3,7% à 5,9% en zones rurales. Cette hausse a été plus prononcée pour les 15-24 ans, que pour les autres tranches d'âges, atteignant 6,2 points à 31,2% globalement et 6,1 points à 45,3% pour les citoyens.

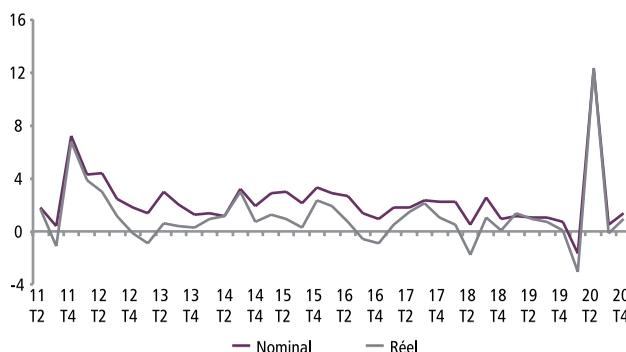
De son côté, le taux de sous-emploi² est passé de 9,2% à 10,7% globalement, de 8,3% à 10,1% dans les villes et de 10,4% à 11,6% dans les campagnes.

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 affiché une nouvelle diminution de 2,1% au quatrième trimestre 2020, après celle de 0,7% la même période une année auparavant. Cette régression est le résultat de celles de 4,9% de la valeur ajoutée et de 2,9% 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, a augmenté de 1,3% en termes nominaux au dernier trimestre 2020, après 0,6% à la même période une année auparavant et de 0,9% en termes réels au lieu d'un recul de 0,1%.

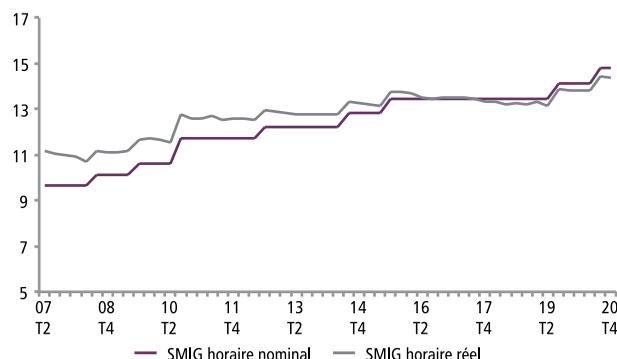
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 14,81 dirhams au dernier trimestre 2020, en amélioration de 4,8% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 0,4% de l'indice des prix à la consommation, il aurait affiché un accroissement de 4,4% en termes réels.

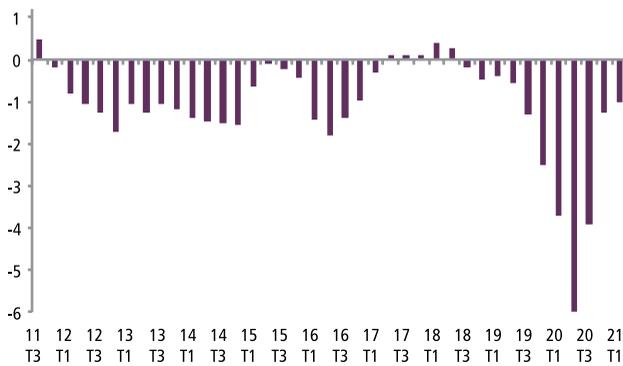
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Dans ces conditions, la chute de l'output gap survenue au deuxième trimestre se serait atténuée progressivement sur le reste de l'année.

² La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi en raison de l'inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou l'insuffisance du revenu procuré.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)

Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

| | 2019 | 2020 |
|--|----------------|----------------|
| Taux d'activité (en %) | 45,8 | 44,8 |
| Urbain | 42,3 | 41,9 |
| Rural | 52,2 | 50 |
| Taux de chômage (en %) | 9,2 | 11,9 |
| Jeunes âgés de 15 à 24 ans | 24,9 | 31,2 |
| Urbain | 12,9 | 15,8 |
| Jeunes âgés de 15 à 24 ans | 39,2 | 45,3 |
| Rural | 3,7 | 5,9 |
| Créations d'emplois (en milliers) | 165 | -432 |
| Urbain | 251 | -137 |
| Rural | -85 | -295 |
| Secteurs | | |
| - Agriculture | -146 | -273 |
| - Industrie y compris l'artisanat | 17 | -37 |
| - BTP | 24 | -9 |
| - Services | 267 | -107 |
| | T4-2019 | T4-2020 |
| Productivité apparente du travail non agricole (variation en %) | -0,7 | -2,1 |
| Indice des salaires moyens (variation en %) | | |
| nominal | 0,6 | 1,3 |
| réel | -0,1 | 0,9 |

* Les créations d'emplois par secteur n'ont pas été publiées pour T3 2019.
Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

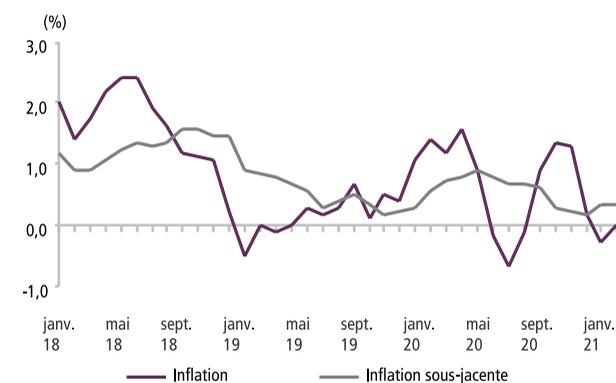
En ligne avec la prévision publiée dans le RPM de décembre, l'inflation s'est établie à 0,7% en moyenne en 2020 et sa composante sous-jacente à 0,5%. Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2021 indiquent un ralentissement de l'inflation à 0% après 0,4% au quatrième trimestre 2020, imputable exclusivement au repli de 2,4%, au lieu d'un accroissement de 1,5% des prix des produits alimentaires à prix volatils. L'effet de ce ralentissement a été atténué d'un côté, par une accélération de l'inflation sous-jacente à 0,4% contre 0,3% en moyenne au quatrième trimestre 2020 et de l'autre, par le repli moins marqué des prix des carburants et lubrifiants à -11,5% après -14,5%, en lien avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers. Les tarifs des produits réglementés ont, pour leur part, progressé de 2,1% en janvier contre 2% au trimestre précédent sous l'effet de la hausse des prix des tabacs.

A court terme, les prix à la consommation devraient progresser de 0,4% au premier trimestre 2021 alors que l'inflation sous-jacente s'inscrirait en accélération à 0,6% reflétant notamment l'effet de chocs d'offre sur certains produits alimentaires en lien avec l'évolution de leurs cours internationaux.

6.1 Evolution de l'inflation

Le mouvement de décélération de l'inflation s'est poursuivi en janvier 2021. L'indice des prix à la consommation a en effet stagné, en comparaison annuelle, après une hausse de 0,4% au cours du quatrième trimestre et de 0,7% au troisième trimestre 2020. Ce nouveau ralentissement de l'inflation est imputable au recul de 2,4%, contre une augmentation de 1,5% au quatrième trimestre 2020, des prix des produits alimentaires à prix volatils qui a plus que compensé la légère accélération de l'inflation sous-jacente à 0,4% au lieu de 0,3%, l'atténuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants à -11,5% au lieu de -14,5% et l'augmentation de 2,1% au lieu de 2% des prix des produits à tarifs réglementés.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

| (En %) | Glissement mensuel | | | Glissement annuel | | |
|---|--------------------|-------------|------------|-------------------|-------------|------------|
| | nov. 20 | déc. 20 | janv. 21 | nov. 20 | déc. 20 | janv. 21 |
| Inflation | -0,7 | -0,5 | 0,1 | 0,2 | -0,3 | 0,0 |
| - Produits alimentaires à prix volatils | -4,4 | -4,6 | -0,6 | 0,8 | -4,0 | -2,4 |
| - Produits réglementés | 0,1 | 0,0 | 0,2 | 1,9 | 1,9 | 2,1 |
| - Carburants et lubrifiants | -0,2 | 3,5 | 2,5 | -15,3 | -12,1 | -11,5 |
| Inflation sous-jacente | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |
| - Produits alimentaires | 0,0 | 0,3 | 0,3 | -0,7 | -0,5 | -0,3 |
| - Articles d'habillement et chaussures | 0,4 | 0,5 | 0,1 | -0,3 | 0,3 | 0,4 |
| - Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹ | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,1 | 1,3 | 1,3 |
| - Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer | 0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,5 | 0,4 | 0,5 |
| - Santé ¹ | 0,0 | 1,2 | 0,2 | 0,6 | 1,6 | 1,6 |
| - Transport ² | 0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,7 | 1,1 |
| - Communication | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,1 | 0,0 |
| - Loisirs et cultures ¹ | 0,1 | -0,3 | 0,6 | -1,3 | -1,3 | -0,6 |
| - Enseignement | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,8 | 1,7 | 1,7 |
| - Restaurants et hôtels | 0,2 | 0,0 | -0,1 | 0,8 | 0,7 | 0,6 |
| - Biens et services divers ¹ | 0,2 | -0,1 | 0,2 | 1,5 | 1,3 | 0,6 |

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

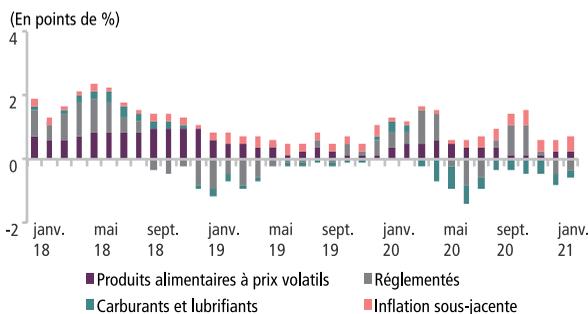
Sources : HCP et calculs BAM.

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

Après un rythme quasi-stable à 1,4% en moyenne au cours des deux derniers trimestres de 2020, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont accusé un repli de 2,4% en janvier, tirés par la baisse des prix de 7,3%, au lieu de celle 1,8%, pour les légumes frais et de 3,9% au lieu d'une hausse de 32,8% pour les agrumes, ainsi que par la décélération du rythme d'évolution des prix des volaille et lapin à 0,8% après 3,9%. A l'opposé les prix des poissons frais se sont accrus de 1,9% en janvier après avoir reculé de 2,5% en moyenne au dernier trimestre de 2020.

Au total, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont contribué négativement à l'inflation à hauteur de -0,3 point de pourcentage contre une contribution positive de 0,2 point en moyenne au quatrième trimestre 2020.

Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation



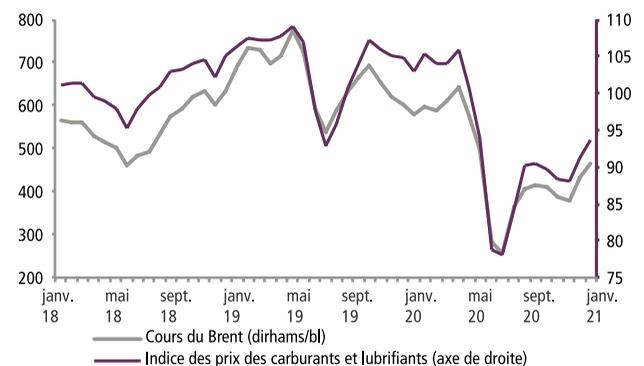
Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils continuent d'évoluer à un rythme quasi stable de 2,1% en janvier contre 2% au quatrième trimestre, portés en particulier par l'accroissement de 4,5% au lieu de 2,1% des prix des tabacs, consécutivement au relèvement de la taxe intérieure de consommation décidé dans le cadre de la loi de finances 2021. En termes de contribution à l'inflation, ces tarifs ont participé à hauteur de 0,5 point de pourcentage en janvier au lieu de 0,4 point le trimestre précédent.

S'agissant des prix des carburants et lubrifiants, leur repli est revenu de 14,5% au quatrième trimestre 2020 à 11,5% en janvier reflétant la reprise des cours internationaux des produits pétroliers. Le cours du Brent, en particulier, est passé à 54,6\$/bl en janvier après 44,5\$/bl en moyenne au quatrième trimestre, soit une hausse de 22,7%. L'effet de cette augmentation des cours aurait été atténué par l'appréciation de 1,94% de la monnaie nationale vis-à-vis du dollar américain.

Au total, la contribution de l'évolution des prix de ces produits à l'inflation demeure négative à hauteur de -0,3 point de pourcentage en janvier après -0,4 point en moyenne au cours du quatrième trimestre de 2020.

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



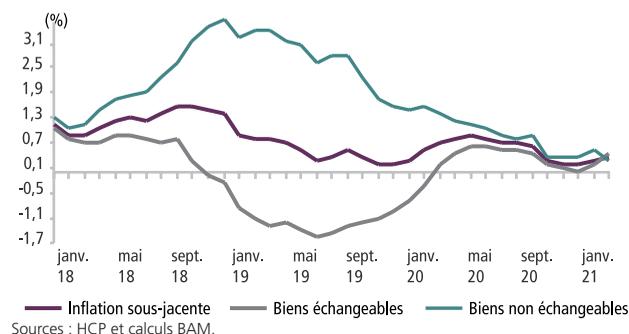
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2 Inflation sous-jacente

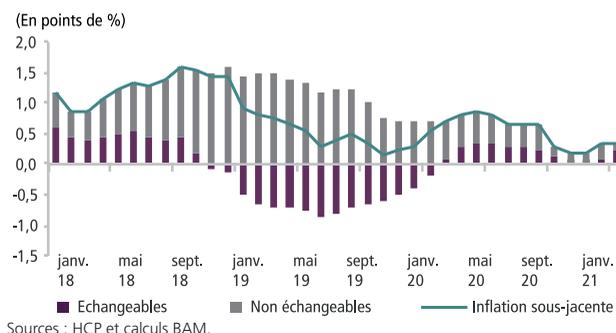
En dépit de sa légère hausse par rapport au trimestre précédent, l'inflation sous-jacente demeure faible, s'établissant à 0,4% en janvier. Son évolution traduit essentiellement l'atténuation de la baisse de sa composante alimentaire à -0,3% après -0,6%, elle-même attribuable à une hausse de 2,7% après 0,7% des prix des « huiles » et à un repli moins prononcé

de ceux des « viandes fraîches » à 3,6% au lieu de 3,9%. De même, les prix du « transport » hors produits à tarifs réglementés ont progressé de 1,1% après 0,5% en moyenne entre octobre et décembre.

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



Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente



La décomposition en biens échangeables et non échangeables indique que l'évolution de l'inflation sous-jacente reflète l'accélération de 0,1% à 0,4% du rythme d'accroissement des prix des biens échangeables, elle-même liée à la hausse de l'inflation importée comme en atteste l'inflation dans la zone euro qui s'est établie à 0,9% en janvier contre -0,3% en moyenne au quatrième trimestre 2020. Les prix des produits non échangeables ont continué à évoluer à un rythme quasi-stable à 0,3% au lieu de 0,4%.

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

| (En %) | Variation mensuelle | | | Glissement annuel | | |
|-------------------------------|---------------------|------------|------------|-------------------|------------|------------|
| | nov. 20 | déc. 20 | janv. 21 | nov. 20 | déc. 20 | janv. 21 |
| Biens échangeables | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,4 |
| Biens non échangeables | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,4 | 0,5 | 0,3 |
| Inflation sous-jacente | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,4 |

Sources : HCP et calculs BAM.

Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2020

La crise sanitaire de la Covid-19 et les mesures mises en place pour endiguer sa propagation ont généré d'importants chocs tant au niveau de la demande qui s'est fortement affaiblie qu'au niveau de l'offre de certains biens et services qui a sensiblement reculé. La conjonction de ces facteurs s'est traduite par des évolutions opposées des composantes de l'indice des prix à la consommation. Au total, la prépondérance de l'effet du reflux de la demande a contribué à maintenir l'inflation à un niveau faible de 0,7% en 2020 après un niveau historiquement bas¹ de 0,2% une année auparavant.

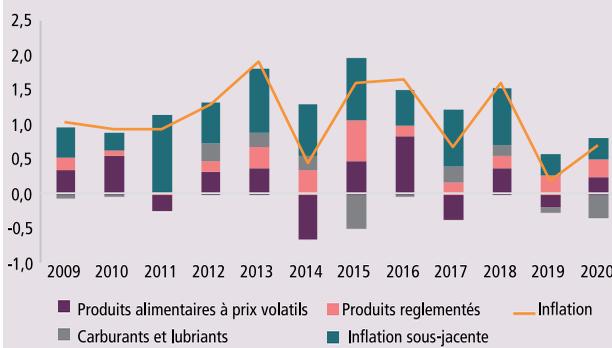
Par composante, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont enregistré une hausse de 2% contre un recul de 1,5% en 2019, tirés par l'augmentation exceptionnelle de la demande de ces produits particulièrement au début de la période de confinement et par le repli de l'offre de certains produits au cours de l'année. Quant aux produits réglementés, leurs tarifs ont progressé de 1,2% contre 1,3% une année auparavant, la dissipation de l'effet de la hausse antérieure des prix des tabacs ayant plus que compensé le renchérissement des services de transport routier de passagers, des services médicaux et l'impact du relèvement, à partir du mois d'août, des droits d'importation des tabacs. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont connu une

¹ Niveau le plus bas depuis 1968.

accentuation de leur baisse à 12,4% après celle de 2,7%, consécutivement à la chute des cours internationaux des produits pétroliers.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente qui retrace la tendance fondamentale des prix, s'est établie à 0,5%, soit le même niveau qu'en 2019.

Graphique E.6.1.1 : Contributions à l'inflation (en points de %)



Source : données HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

Au premier trimestre, l'inflation devrait évoluer aux alentours de 0,4%, soit le même rythme enregistré au quatrième trimestre 2020. Cette stagnation devrait résulter d'une part, du recul prévu des prix des produits alimentaires à prix volatils de 2,9% en moyenne entre janvier et mars comme le laisse indiquer les données à haute fréquence des prix au niveau du marché de gros. Le repli des prix de ces produits serait lié en partie à l'effet de base occasionné par leur hausse exceptionnelle au début de la période de confinement en 2020.

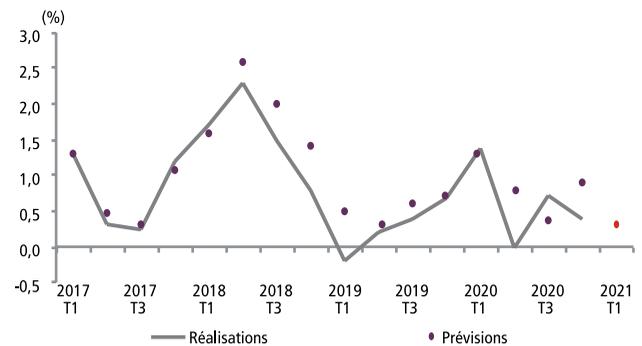
D'autre part, les prix des carburants et lubrifiants devraient connaître une atténuation significative de leur baisse qui reviendrait à -2,2% au lieu de -14,5% un trimestre auparavant, reflétant l'effet de la reprise des cours internationaux des produits pétroliers.

De même, l'inflation sous-jacente devrait connaître une nette accélération à 0,6% au lieu de 0,3%, traduisant l'évolution prévue de sa composante alimentaire avec

en particulier une augmentation des prix des huiles de table en réponse à la flambée des cours internationaux du soja et du tournesol.

S'agissant des tarifs des produits réglementés, ils augmenteraient, en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales, au même rythme qu'un trimestre auparavant, soit 2%.

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



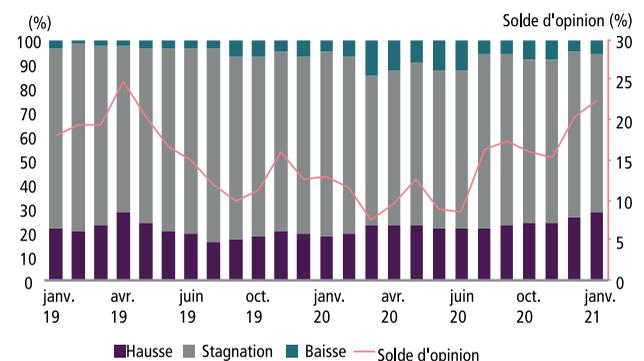
Les écarts de prévisions observées entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais substitué par celui base 100=2017.

Source : BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de janvier 2021 montrent que 66% des industriels enquêtés prévoient une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 28% anticipent une hausse alors que 6% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 23%.

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 premier trimestre 2021 indiquent que les experts financiers tablent sur une inflation de 1,2% sur l'horizon des huit prochains trimestres, soit le même taux prévu un trimestre auparavant.

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

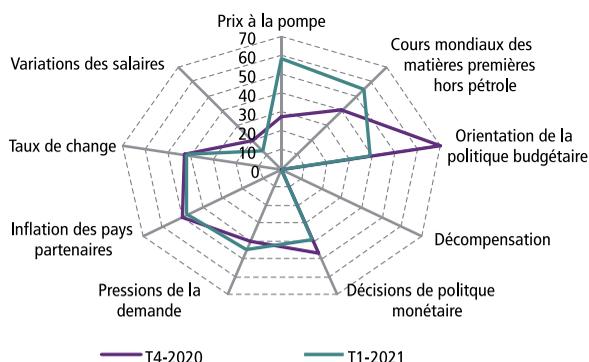


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

Ces derniers considèrent que la tendance future de l'inflation serait déterminée principalement par les prix à la pompe, les cours mondiaux des matières premières hors pétrole et l'inflation des pays partenaires.

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



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

6.4 Prix à la production¹

En janvier, l'indice des prix à la production a connu une progression de 0,2% par rapport à décembre 2020. Cette évolution reflète principalement des hausses de 1,4% pour la branche « fabrication de textiles », de 0,6% pour l'« industrie chimique » et de 1% pour la « métallurgie ». En revanche, les prix à la production pour l'« industrie alimentaire » se sont repliés de 0,1% et ceux relative à la branche « fabrication de produits en caoutchouc et en plastique » ont reculé de 0,9%.

Tableau 6.3 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle hors raffinage de pétrole (en glissement mensuel)

| | déc. 20 | janv. 21 | Variation en % |
|--|-------------|-------------|----------------|
| Indice des prix à la production hors raffinage | 99,2 | 99,4 | 0,2 |
| Dont : | | | |
| Industries alimentaires | 103,9 | 103,8 | -0,1 |
| Fabrication de boissons | 100,0 | 101,2 | 1,2 |
| Fabrication de produits à base de tabac | 100,2 | 100,2 | 0,0 |
| Fabrication de textiles | 101,2 | 102,6 | 1,4 |
| Industrie d'habillement | 103,6 | 103,7 | 0,1 |
| Industrie du cuir et de la chaussure (à l'exception de l'habillement en cuir) | 100,3 | 100,3 | 0,0 |
| Fabrication de produits en caoutchouc et en plastique | 99,0 | 98,1 | -0,9 |
| Travail du bois et fabrication d'articles en bois et en liège, à l'exception des meubles ; fabrication d'articles en vannerie et sparterie | 101,1 | 101,1 | 0,0 |
| Industrie chimique | 90,9 | 91,4 | 0,6 |
| Industrie pharmaceutique | 99,9 | 99,9 | 0,0 |
| Métallurgie | 91,9 | 92,8 | 1,0 |
| Fabrication de produits métalliques, à l'exclusion des machines et des équipements | 97,8 | 98,1 | 0,3 |
| Fabrication d'équipements électriques | 101,9 | 101,9 | 0,0 |
| Industrie automobile | 100,4 | 100,8 | 0,4 |
| Fabrication de meubles | 99,7 | 99,7 | 0,0 |
| Autres industries manufacturés | 116,2 | 116,4 | 0,2 |

Source : HCP.

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

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

En dépit de la lenteur des campagnes de vaccination dans certains pays et des mesures restrictives instaurées après l'émergence de nouveaux variants du virus de la Covid-19, la croissance mondiale a poursuivi sa reprise avec une atténuation progressive de la contraction brutale enregistrée au deuxième trimestre de 2020. Elle serait ressortie à -3,7% pour l'ensemble de l'année et devrait rebondir de 6,2% en 2021 puis s'établir à 3,6% en 2022. Ces perspectives restent toutefois fortement incertaines et le rythme de reprise dépendrait de l'évolution de la situation sanitaire, mais aussi de la poursuite des soutiens budgétaire et monétaire. Aux Etats-Unis, les stimulus budgétaire et monétaire exceptionnels ainsi que la grande mobilisation pour la campagne de vaccination se sont traduits par un optimisme marqué quant aux perspectives de croissance mais également de hausse de l'inflation. De même, au niveau de la zone euro, le PIB connaîtrait un net rebond en 2021, suivi d'un léger ralentissement de son rythme en 2022. Au Royaume-Uni, un des pays les plus impactés économiquement par la crise, l'économie devrait bénéficier de l'optimisme lié aux progrès rapides en termes de vaccination et de contrôle de la pandémie et à la conclusion de l'accord de sortie de l'UE.

S'agissant des principaux pays émergents, la Chine se démarque comme la seule parmi les grandes économies à enregistrer une croissance positive en 2020. Cette dernière s'accélérait fortement en 2021, avant de se stabiliser autour d'un niveau compatible avec sa politique de rééquilibrage de l'économie. En Inde, le PIB devrait nettement rebondir en 2021 après la forte contraction de 2020.

Afin de faire face aux retombées économiques et sociales de la pandémie, les banques centrales aussi bien des pays avancés qu'émergents maintiennent une orientation accommodante de leur politique monétaire. En particulier, la BCE et la FED ont décidé, à l'issue de leurs dernières réunions de politique monétaire, de garder inchangés leurs taux d'intérêt directeurs, tout en poursuivant leurs programmes d'achat d'actifs. De même, les gouvernements poursuivent leur soutien budgétaire à grande échelle.

Pour ce qui est des matières premières, l'augmentation des cours du pétrole s'est nettement accélérée en ce début d'année. Le cours du Brent en particulier a évolué largement au-dessus du seuil des 60 dollars le baril, en lien avec l'accord sur la production des membres de l'OPEP+, en plus des perspectives plus favorables de la demande mondiale. Les prévisions ont été, ainsi, révisées à la hausse, tablant désormais sur un accroissement du cours du Brent de 42,3 USD/bl en 2020 à 59,7 USD/bl en 2021, puis à 60,5 USD/bl en 2022. Pour ce qui est du phosphate et de ses dérivés, les cours augmenteraient graduellement sur les deux prochaines années. S'agissant des denrées alimentaires, leurs prix enregistreraient une hausse sensible en 2021, sous l'effet notamment de la hausse de la demande et du resserrement de l'offre mondiale de certains produits, suivie d'une correction en 2022.

Le rebond des cours des produits énergétiques et des denrées alimentaires ainsi que les programmes de relance ont induit des pressions haussières sur l'inflation au niveau mondial en ce début d'année. Celle-ci terminerait l'année en accélération, avant de baisser en 2022.

Au niveau national, l'année 2020 a été marquée par un repli important des échanges, avec une baisse des importations de biens et services plus importante que celles des exportations. Le déficit du compte courant

aurait ainsi terminé l'année à 1,8% du PIB, contre 4,1% en 2019. Quant aux recettes d'IDE, elles se sont établies à 2,4% du PIB après 2,9% en 2019. Sur l'horizon de prévision, le déficit du compte courant devrait s'alourdir à 4,5% du PIB en 2021 puis s'alléger à 3% en 2022 et les recettes des IDE reviendraient à leur niveau moyen avoisinant 3,2% du PIB. Tenant compte des hypothèses d'entrées de dons de 3 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022 et de sorties prévues du Trésor à l'international au cours des deux années, les AOR se situeraient à 310,3 milliards à fin 2021 et à 318,6 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de 6 mois et 25 jours et 7 mois d'importations de biens et services, respectivement.

S'agissant des finances publiques, et compte tenu de l'exécution budgétaire de 2020, qui a fait ressortir un déficit de 7,6% du PIB, et des données de la LF 2021, le déficit budgétaire devrait s'atténuer légèrement pour se situer à 7,2% du PIB en 2021. En 2022, il devrait poursuivre son allègement, quoiqu'à un rythme lent, pour se situer à 6,7% du PIB, résultat notamment de la poursuite de la reprise progressive des rentrées fiscales, de l'alourdissement des dépenses de biens et services et du maintien de l'effort d'investissement du Trésor.

Les conditions monétaires resteraient accommodantes. En effet, BAM a mis en place plusieurs mesures pour faciliter le financement de l'économie et renforcer la capacité du système bancaire à répondre aux besoins des entreprises et des ménages. En particulier, le taux d'intérêt directeur a été abaissé de 75 points de base en 2020 et la réserve obligatoire des banques a été totalement libérée. Dans ces conditions, et tenant compte des prévisions de la croissance et des anticipations du système bancaire, le crédit au secteur non financier devrait s'accroître de 3,6% en 2021 et de 3,7% en 2022. Pour sa part, et sous l'effet 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.

Sous l'effet conjugué des mesures de confinement mises en place pour maîtriser la propagation du virus de la Covid-19 et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale se serait contractée de 7% en 2020, après avoir enregistré une hausse de 2,5% en 2019. Cette contreperformance reflète des baisses prévues de 8,1% de la valeur ajoutée agricole et de 6,7% de celle des activités non agricoles. Sur l'horizon de prévision, la reprise de l'activité économique, amorcée au troisième trimestre de 2020, devrait se poursuivre, soutenue, d'une part, par les mesures de relance budgétaire et l'orientation accommodante de la politique monétaire, et de l'autre, par le regain de confiance des opérateurs économiques suite au démarrage notable de la campagne de vaccination anti-Covid. En revanche, les perspectives restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes, en lien notamment avec l'évolution de la situation épidémiologique et la disponibilité des vaccins aux niveaux national et international. En 2021, la croissance nationale devrait rebondir à 5,3%, en nette révision à la hausse par rapport aux projections de décembre tenant compte des conditions climatiques favorables et des développements positifs quant au déploiement des vaccins. La valeur ajoutée agricole devrait bondir de 17,6%, sous l'hypothèse d'une production céréalière prévue par BAM autour de 95 MQx, tandis que celle non agricole s'accroîtrait de 3,5%. En 2022, elle se consoliderait à 3,2%, recouvrant une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 75 MQx, et une accélération de la croissance non agricole à 3,8%. Du côté de la

demande, et après une diminution en 2020, la demande intérieure gagnerait graduellement en vigueur et sa contribution à la croissance redeviendrait positive à partir de 2021, tandis que les exportations nettes maintiendraient une contribution négative, la hausse prévue des importations devant plus que compenser l'amélioration des exportations.

Dans ce contexte, les pressions désinflationnistes qui prédominaient en 2020 en lien avec les répercussions négatives de la Covid-19 sur la demande devraient s'atténuer graduellement sur l'horizon de prévision, à la faveur du redressement prévu de celle-ci. En outre, l'inflation devrait être portée cette année par des facteurs temporaires liés au renchérissement prévu du pétrole et de certains produits alimentaires à l'international, notamment les huiles végétales. Elle devrait ainsi augmenter modérément de 0,7% en 2020 à 0,9% en 2021, avant de passer à 1,2% en 2022.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

Des perspectives plus favorables de la croissance mondiale

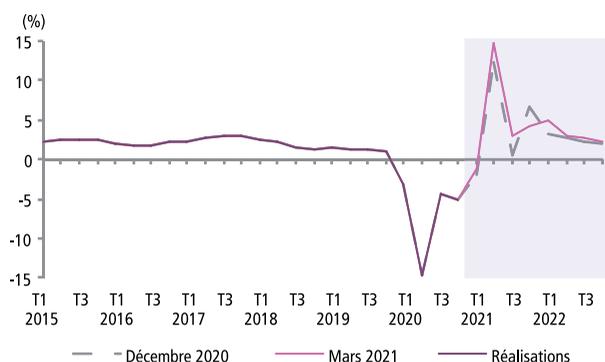
En dépit de la lenteur des campagnes de vaccination dans certains pays et de l'instauration des mesures restrictives après l'émergence de nouveaux variants du virus de la Covid-19, la reprise de l'économie mondiale, après son arrêt brutal au T2-2020, devrait se poursuivre. Celle-ci terminerait l'année 2021 sur un rebond de 6,2%, après une contraction prévue de 3,7 en 2020, et devrait croître de 3,6% en 2022. Ces perspectives dépendent, toutefois, largement de l'évolution de la situation sanitaire, mais aussi de la poursuite des soutiens budgétaire et monétaire.

Aux Etats-Unis, les stimulus budgétaire et monétaire exceptionnels et l'intense campagne de vaccination ont renforcé l'optimisme quant aux perspectives de la croissance. Après une contraction de 3,5% en 2020, le PIB devrait croître de 4,4% en 2021 puis de 2,8% en 2022. Dans la zone euro, le PIB aurait reculé de 6,8% en 2020 et afficherait une hausse de 4,9% en 2021 et de 3,2% en 2022, en nette révision à la hausse par rapport à décembre en raison notamment des évolutions plus favorables qu'attendu au titre du quatrième trimestre de 2020. Au Royaume-Uni, l'économie aurait connu une forte contraction de 9,9% en 2020, qui serait suivie d'une croissance de 2,4% en 2021, puis de 3,5% en 2022. L'activité économique devrait, en effet, bénéficier de l'optimisme lié aux progrès rapides en termes de vaccination et de contrôle de la pandémie, ainsi qu'à la conclusion de l'accord de sortie de l'UE.

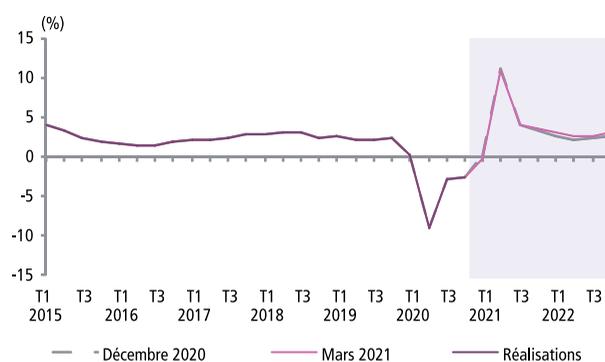
Dans les principaux pays émergents, la Chine se démarque comme la seule parmi les grandes économies à enregistrer une croissance positive de 2% en 2020. Celle-ci s'accélérait à près de 10% en 2021, avant de revenir à 5%, niveau compatible avec sa politique de rééquilibrage de son économie. En Inde, le PIB se serait contracté de 7,5% en 2020 et devrait rebondir de 13,3% en 2021 et croître de 6,6% en 2022. Au Brésil, et après une baisse de 4,6% en 2020, l'économie devrait s'accroître de 4,2% en 2021 et de 3% en 2022. Le rythme de la reprise demeure, toutefois, largement tributaire de l'assainissement des finances publiques.

Sur les marchés du travail, et après la forte hausse à 8,1% en 2020, le taux de chômage aux Etats-Unis diminuerait à 6,3% en 2021 puis à 6,1% en 2022. Dans la zone euro, il poursuivrait sa hausse à 8,6% en 2021, après s'être établi à 8% en 2020, avant de s'inscrire en baisse à 7,6% en 2022.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN¹, février 2021.

¹ Global Projection Model Network.

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

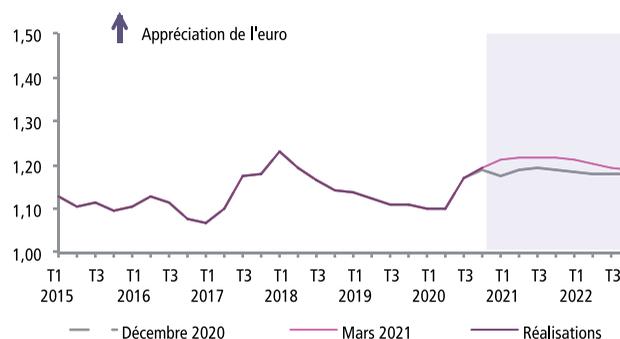
Les banques centrales aussi bien des pays avancés qu'émergents maintiennent l'orientation fortement accommodante de leur politique monétaire afin de favoriser la reprise économique. En particulier, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 mars courant, de garder inchangés ses taux d'intérêt directeurs, tout en indiquant qu'ils devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce 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 également qu'elle augmentera le rythme de ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie dont l'enveloppe totale s'élève à 1850 milliards d'euros. De même, ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actif se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Elle continuera également à fournir une liquidité abondante via ses opérations de refinancement.

Pour sa part, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 16 et 17 mars courant, 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 au plein emploi et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. Elle a également indiqué qu'elle augmentera ses avoirs en titres du Trésor d'au moins 80 milliards dollars et en titres hypothécaires d'au moins 40 milliards par mois, afin de favoriser le bon fonctionnement du marché et assurer des conditions financières accommodantes, soutenant ainsi le crédit aux ménages et aux entreprises.

Parallèlement, les gouvernements poursuivent leur soutien budgétaire à grande échelle. En Europe, la Commission européenne, le Parlement européen et les dirigeants de l'UE sont convenus d'un plan de relance d'une enveloppe globale de 1800 milliards d'euros, axé sur un budget à long terme de l'UE 2021-2027, associé au programme « Next Generation EU » d'un montant de 750 milliards d'euros. Aux Etats-Unis, un nouveau plan de relance d'une enveloppe de 1900 milliards de dollars a été adopté mars courant, visant, entre autres, la prolongation des prestations de chômage jusqu'au début septembre 2021.

Sur les marchés de change, le renforcement de la valeur de l'euro face au dollar en 2020, à la faveur notamment du plan européen de soutien et de relance, devrait se poursuivre à court terme. La monnaie unique s'apprécierait de 6,5% à 1,22 dollar en moyenne en 2021, avant de se déprécier légèrement de 1,3% à 1,20 dollar en 2022.

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, février 2021.

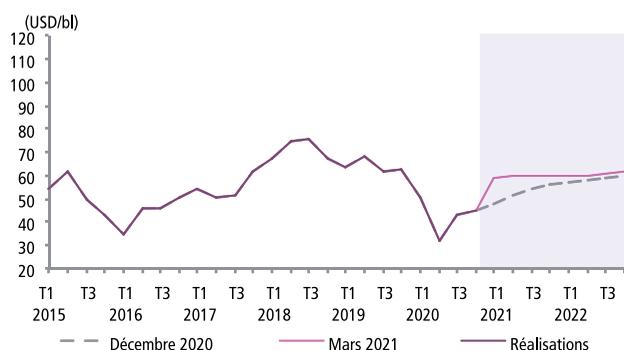
Rebond plus prononcé des cours du pétrole et des produits alimentaires, induisant une remontée de l'inflation

Le cours du Brent a évolué récemment au-dessus de 60 dollars le baril, en lien avec l'accord sur la production des membres de l'OPEP+, en plus de perspectives plus favorables de la demande mondiale. Il terminerait l'année en augmentation à 59,7 USD/bl, après s'être établi à 42,3 USD/bl en 2020, avant de passer à 60,5 USD/bl en 2022, prévisions en nette révision à la hausse comparativement à celles retenues en décembre.

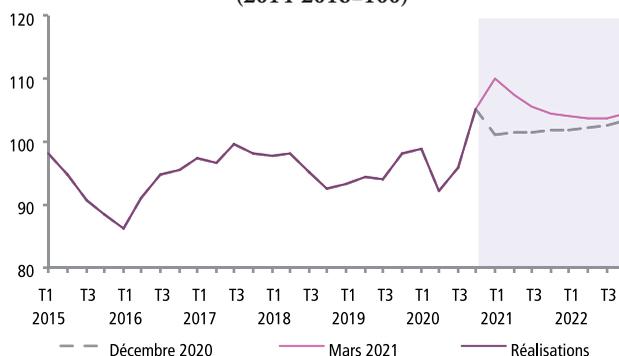
Pour ce qui est du phosphate et de ses dérivés, le cours du phosphate brut a accusé un repli de 13,5% à 76,1 USD/t en 2020, et augmenterait graduellement, selon les projections d'octobre 2020 de la Banque mondiale, à 78 USD/t en 2021 et à 81 USD/t en 2022. Pour le DAP, le prix a légèrement progressé à 312,4 USD/t en 2020 et devrait poursuivre sa hausse sur l'horizon de prévision, pour s'établir à 318 USD/t en 2021 et à 326 USD/t en 2022. S'agissant des denrées alimentaires, les cours ont nettement augmenté en ce début d'année, à un rythme particulièrement prononcé pour le sucre, les céréales et les huiles végétales sous l'effet des pressions émanant de la hausse de la demande chinoise, du climat sec en Amérique du Sud, de l'augmentation du coût du fret maritime ainsi que de l'annonce d'une augmentation de la taxe à l'exportation du blé en Russie à partir de mars. Ils termineraient l'année 2021 en progression de 9,1% avant de reculer de 2,7% en 2022.

Le rebond des cours des produits énergétiques et des denrées alimentaires a induit une nette accélération de l'inflation en ce début d'année, qui devrait se poursuivre avec les programmes de relance à grande échelle. Impactée également par l'expiration des baisses temporaires de la TVA en Allemagne, l'inflation dans la zone euro rebondirait de 0,3% en 2020 à 1,9% en 2021, avant de revenir à 1,3% en 2022. Aux Etats-Unis, elle s'accélérait de 1,2% à 2,5% en 2021 avant de passer à 2,2% en 2022.

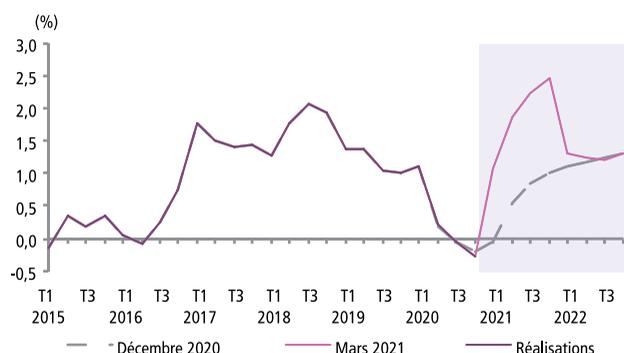
Graphique 7.4 : Prix du Brent



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, février 2021.

Récolte céréalière autour de 95 MQx pour 2021

La campagne 2020-2021 a connu un démarrage marqué par des conditions climatiques peu favorables jusqu'à fin décembre. Cependant, à partir de janvier, les précipitations abondantes et généralisées ont permis d'absorber le déficit pluviométrique, d'améliorer le taux de remplissage des barrages, qui a atteint au 15 mars 51% contre 37,1% à fin septembre 2020 et 46,4% un an auparavant, de favoriser le développement des cultures et d'améliorer le rendement céréalière et le couvert végétal. Le cumul pluviométrique s'est en effet élevé à 260 mm au 10 mars, en hausse de 23% par rapport à la moyenne des cinq dernières années, et l'état de la végétation² s'est apprécié de 16,6% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, la récolte céréalière au titre de cette campagne devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, s'établir autour de 95 millions de quintaux (MQx) mais reste largement tributaire des conditions qui prévaudraient sur le reste de la campagne agricole. Pour les autres cultures, les estimations du Département de l'Agriculture tablent sur des augmentations de 29% de la production des agrumes, de 14% de celle des olives et de 4% pour les dattes.

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

Forte baisse des échanges extérieurs en 2020 et reprise prévue à moyen terme

Tenant compte des données du commerce extérieur à fin 2020, le déficit du compte courant a été révisé à la baisse à 1,8% du PIB, après s'être établi à 4,1% en 2019. Il devrait s'alourdir à 4,5% du PIB en 2021 puis s'alléger à 3% en 2022.

En effet, les exportations de biens ont terminé l'année 2020 en baisse de 7,5%, tirées par le repli des ventes du secteur automobile et de celles du textile. Plus résilientes, les exportations de phosphate et dérivés et celles de l'agro-alimentaire ressortent en hausse. Les importations ont, pour leur part, diminué de 14,1%, sous l'effet principalement de l'allègement de la facture énergétique et du repli des acquisitions de biens de consommation et d'équipement. En parallèle, les recettes de voyage ressortent en recul de 53,8% à 36,4 milliards de dirhams, tandis que la résilience des transferts des MRE se confirme avec une amélioration de 5% à 68 milliards après 64,8 milliards en 2019. Les recettes d'IDE se sont établies à 26,4 milliards, soit l'équivalent de 2,4% du PIB après 2,9% en 2019.

Sur l'horizon de prévision, les exportations devraient rebondir de 12,6% en 2021 puis augmenter de 6,2% en 2022, tirées principalement par les ventes de la construction automobile, sous l'hypothèse d'un doublement de la capacité de production de l'usine PSA. En parallèle, les importations devraient s'accroître de 13,2% en 2021, en relation essentiellement avec un alourdissement de la facture énergétique et une hausse des achats de biens de consommation. En 2022, elles progresseraient de 6%, sous l'effet notamment de l'augmentation prévue des acquisitions de biens d'équipement. Les recettes de voyage, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, devraient afficher une reprise graduelle pour se situer à 38,1 milliards en 2021 et à 68,2 milliards en 2022. Les transferts des MRE devraient, quant à eux, augmenter de 5,7% pour atteindre 71,9 milliards en 2021 et de 2,2% à 73,4 milliards en 2022. Concernant les recettes des IDE, elles devraient revenir à leur niveau moyen pour avoisiner 3,2% du PIB sur l'horizon de prévision.

² Appréhendé par l'indice de végétation élaboré par le Centre Royal de Télédétection Spatiale.

Tenant compte de ces évolutions et sous les hypothèses d'entrées de dons de 3 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022 et de sorties prévues du Trésor à l'international, les AOR se situeraient à 310,3 milliards à fin 2021 et à 318,6 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de 6 mois et 25 jours et 7 mois d'importations de biens et services, respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

| Variation en %, sauf indication contraire | Réalizations | | | | | Prévisions | | Ecart (mars/déc.) | |
|--|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 |
| Exportations de biens (FOB) | 3,5 | 10,3 | 10,7 | 3,3 | -7,5 | 12,6 | 6,2 | 2,9 | -0,7 |
| Importations de biens (CAF) | 10,3 | 6,7 | 9,9 | 2,0 | -14,1 | 13,2 | 6,0 | 4,1 | -3,6 |
| Recettes de voyage | 5,0 | 12,3 | 1,2 | 7,8 | -53,8 | 4,8 | 78,8 | -67,6 | 34,6 |
| Transferts des MRE | 4,0 | 5,3 | -1,5 | -0,2 | 5,0 | 5,7 | 2,2 | -0,6 | 0,1 |
| Solde du compte courant, en % du PIB | -4,1 | -3,4 | -5,3 | -4,1 | -1,8* | -4,5 | -3,0 | -1,2 | 0,9 |
| Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services | 6,4 | 5,6 | 5,3 | 6,9** | 7,5** | 6,8 | 7,0 | -0,3 | -0,1 |

*Estimation

** Chiffres actualisés

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires favorables et décélération du rythme du crédit bancaire au secteur non financier

Les conditions monétaires resteraient accommodantes. En effet, BAM a mis en place plusieurs mesures pour faciliter le financement de l'économie et renforcer la capacité du système bancaire à répondre aux besoins des entreprises et des ménages. En particulier, le taux d'intérêt directeur a été abaissé de 75 points de base au total, entre mars et juin 2020, à 1,5% et la réserve obligatoire des banques a été totalement libérée. Ainsi, le taux débiteur moyen a reculé d'une année à l'autre de 49 points de base à 4,42% au quatrième trimestre 2020, avec en particulier une baisse de 119 points pour les TPME.

Après une appréciation de 0,8% en 2020, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 0,8% en 2021 et de 0,6% en 2022. Le niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux sur l'horizon de prévision devrait plus que compenser l'appréciation prévue, en 2021 en particulier, du taux de change effectif en termes nominaux.

Sur la base des évolutions prévues des réserves de change et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 84,1 milliards à fin 2021 et à 92,6 milliards à fin 2022. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son encours a clôturé l'année 2020 avec une hausse de 3,9% contre 5,5% en 2019, supporté par les mesures de soutien et de relance mises en place. En termes de perspectives, et tenant compte des prévisions de la croissance économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 3,6% en 2021 et de 3,7% 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 3,2% en 2021 avant de s'accélérer à 4,3% en 2022.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

| Variation en %, sauf indication contraire | Réalizations | | | | Prévisions | | Ecart (mars/déc.) | |
|---|--------------|-------|-------|-------|------------|-------|-------------------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 |
| Crédit bancaire au secteur non financier | 3,8 | 3,1 | 5,5 | 3,9 | 3,6 | 3,7 | -0,7 | -0,8 |
| M3 | 5,5 | 4,1 | 3,8 | 8,5 | 3,2 | 4,3 | -0,4 | 0,9 |
| Besoin de liquidité, en MMDH | -40,9 | -69,0 | -62,3 | -67,0 | -84,1 | -92,6 | 1,1 | 19,4 |

Les finances publiques resteraient sous pression avec des niveaux de déficit élevés

Après s'être établi à 7,6% du PIB en 2020, le déficit budgétaire devrait revenir à 7,2% du PIB en 2021, au lieu de 6,5% prévu en décembre. Ces prévisions incorporent une légère progression des recettes fiscales, tenant compte des projections de BAM de la croissance économique plus optimistes que celles retenues en décembre et d'une révision à la baisse des recettes des financements spécifiques. Du côté des dépenses, celles d'investissement et de compensation en particulier ont été revues à la hausse. Ces dernières incorporent principalement les nouvelles hypothèses des cours du gaz et du taux de change.

Pour 2022, et sous l'hypothèse d'une reprise progressive de l'activité économique, d'un alourdissement des dépenses, notamment de fonctionnement, du maintien d'un effort d'investissement du Trésor et d'absence de changement au niveau du système de compensation, le déficit budgétaire devrait se situer à 6,7% du PIB, en aggravation de 0,4 point par rapport aux projections de décembre.

Perspectives plus favorables de l'économie nationale après la forte contraction en 2020

Les restrictions mises en place tant au niveau national qu'international pour contenir la propagation de la pandémie de la Covid-19, conjuguées aux conditions climatiques défavorables ont fortement impacté la performance de l'économie marocaine en 2020. Celle-ci aurait connu une contraction de 7%, un taux plus accentué de 0,4 point de pourcentage par rapport à décembre en raison principalement d'une révision à la baisse de la valeur ajoutée agricole. Cette dernière aurait connu, en effet, un repli de 8,1% au lieu de 5,3%, tenant compte d'un ajustement à la baisse des données de la comptabilité nationale au titre des deux premiers trimestres de l'année. En parallèle, la reprise au troisième trimestre, période post-confinement ayant été toutefois caractérisée par le maintien de certaines restrictions locales et sectorielles, a été moins vigoureuse qu'attendu, impliquant une légère accentuation de la baisse prévue de la valeur ajoutée non agricole à 6,7% au lieu de 6,6% précédemment retenu. Du côté de la demande, cette contreperformance reflète une contribution négative à la croissance aussi bien de sa composante intérieure que des exportations nettes. En effet, la consommation finale des ménages aurait nettement diminué, en raison des mesures de restriction et de la contraction des revenus aussi bien agricoles que non agricoles. Par ailleurs, l'investissement se serait contracté, pâtissant de la persistance de fortes incertitudes et de la baisse de l'activité économique. En revanche, le rythme de la consommation des administrations publiques se serait accéléré, sous l'effet de l'effort budgétaire consenti pour faire face aux conséquences économiques et sociales de la Covid-19. Pour ce qui est des exportations de biens et services en volume, elles auraient connu une baisse, à un taux toutefois moins prononcé que prévu en décembre tenant compte de la reprise plus forte qu'attendu des expéditions de certains secteurs notamment l'automobile. De même, les importations de biens et services auraient fléchi, en ligne avec le repli attendu de l'activité économique nationale.

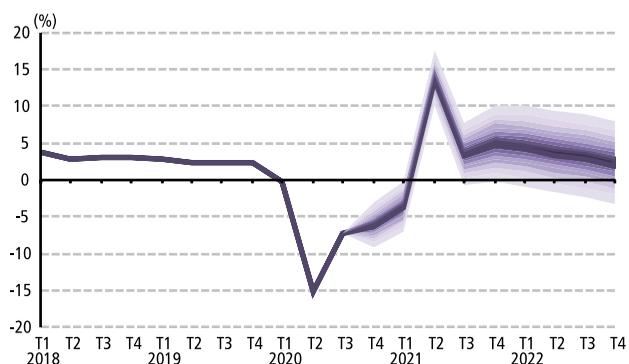
En 2021, en dépit de l'optimisme lié au lancement de la campagne de vaccination et à la relance de l'investissement notamment avec la mise en place en cours du Fonds Mohammed VI pour l'investissement, les perspectives demeurent entourées de fortes incertitudes en lien principalement avec l'évolution de la situation épidémiologique et la disponibilité des vaccins aux niveaux national et international. Dans ce contexte, les activités non agricoles devraient renouer avec la croissance, avec un rythme en léger ajustement à la hausse de 0,2 point de pourcentage à 3,5%. De son côté, la valeur ajoutée agricole devrait s'accroître de 17,6%, avec en particulier une récolte céréalière prévue autour de 95 MQx. Au total, la croissance devrait rebondir à 5,3% au lieu de 4,7% prévu en décembre. Pour l'année 2022, elle devrait se consolider à 3,2%, reflétant une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole et une poursuite de la hausse de celle des activités non agricoles à 3,8%. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure. Celle-ci gagnerait graduellement en dynamisme, à la faveur, d'une part, des taux modérés de l'inflation, de l'orientation accommodante de la politique monétaire et des mesures de soutien budgétaire et de l'autre, du redressement prévu des revenus agricoles et non agricoles et du regain de confiance des opérateurs économiques. En revanche, les exportations nettes maintiendraient une participation négative à la croissance, l'accroissement des importations de biens et services devrait plus que compenser le rebond prévu des exportations.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2020 - T4 2022), en glissement annuel *



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

Hausse modérée de l'inflation et accélération de sa composante sous-jacente sur l'horizon de prévision

Après un taux de 0,2% en 2019, l'inflation a augmenté modérément à 0,7% en 2020, portée principalement par le renchérissement des produits alimentaires à prix volatils. En revanche, sa composante sous-jacente s'est maintenue à un niveau faible de 0,5%, en stagnation par rapport à 2019, pâtissant notamment des pressions désinflationnistes émanant des répercussions négatives de la Covid-19 sur la demande.

Ces pressions baissières devraient s'atténuer graduellement sur l'horizon de prévision en liaison avec la résorption prévue de l'écart négatif entre la demande intérieure et son niveau tendanciel, elle-même supportée par le redressement prévu des revenus et le maintien d'une orientation accommodante de la politique monétaire. En outre, l'inflation devrait être portée cette année par des facteurs temporaires liés au renchérissement prévu du pétrole et de certains produits alimentaires à l'international, notamment les huiles végétales. Ainsi, l'inflation devrait poursuivre sa hausse à 0,9% en 2021 puis à 1,2% en 2022, tandis que sa composante sous-jacente s'accélérait à 1,2% en 2021, avant de passer à 1,5% en 2022.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2021 - T4 2022)*

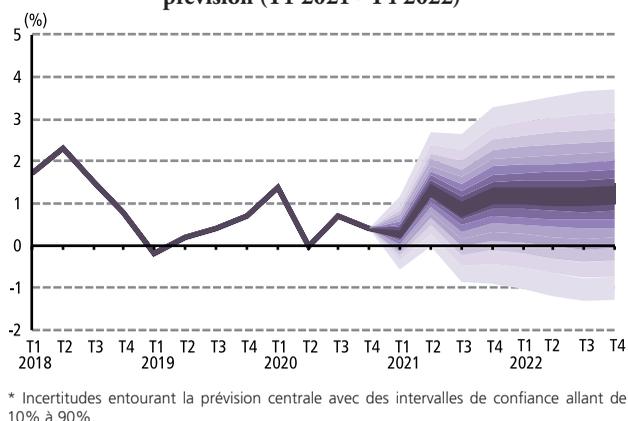
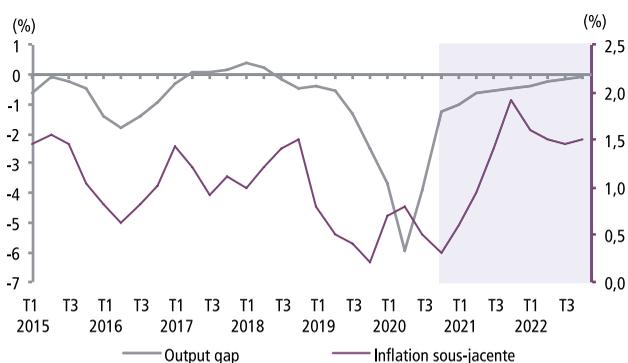


Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

| | Réalizations | | | | Prévisions | | | Ecart (mars/déc.) | |
|------------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|---|-------------------|-------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | Horizon de 8 trimestres (T1 2021-T4 2022) | 2021 | 2022 |
| Inflation | 0,7 | 1,6 | 0,2 | 0,7 | 0,9 | 1,2 | 1,1 | 0,3 | -0,1 |
| Inflation sous-jacente | 1,3 | 1,3 | 0,5 | 0,5 | 1,2 | 1,5 | 1,4 | 0,6 | 0,0 |

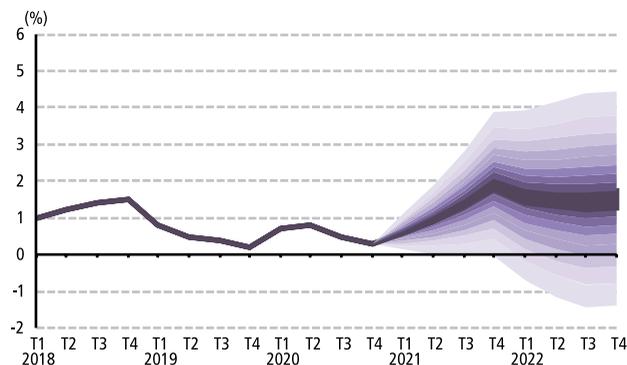
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2021 - T4 2022)*



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

7.3 Balance des risques

Les risques entourant les perspectives demeurent très élevés, 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 déploiement du vaccin contre la Covid-19, le maintien prévu des mesures de soutien budgétaires et monétaires et les effets positifs escomptés de la mise en place du Fonds Mohammed VI pour l'investissement renforcent l'optimisme quant à une reprise plus vigoureuse de l'activité économique. Toutefois, de nombreux risques à la baisse subsistent et pourraient peser sur la reprise tant au niveau national qu'international. Il s'agit notamment de l'évolution de la situation sanitaire et de la disponibilité des vaccins. En outre, un resserrement et/ou une prolongation des mesures de restriction ainsi qu'un retrait prématuré des mesures de soutien budgétaires et monétaires pourraient freiner la reprise. Parallèlement, une production agricole nationale moins importante que prévu dans le scénario central affecterait à la baisse les prévisions de la croissance. S'agissant de l'inflation, les risques de pressions haussières plus prononcées qu'attendu dans le scénario central de projections dominant. En effet, les perturbations des chaînes de production et d'approvisionnement provoquées par la Covid-19, conjuguées au resserrement de l'offre mondiale de certains produits alimentaires pourraient impliquer une hausse plus importante qu'attendu des cours des matières premières et donc de l'inflation et ce, à travers leurs effets directs sur les prix de consommation et indirects sur les coûts de production. Par ailleurs, les estimations de la production potentielle constituent une autre source de risques entourant les projections centrales, en raison des incertitudes élevées quant aux effets de long terme de la Covid-19. Ces derniers pourraient, en effet, accélérer les changements structurels déjà à l'œuvre tant de la consommation que des chaînes de valeurs et des processus de production, induisant des conséquences plus durables sur la croissance et sur les prix à la consommation.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

| | | |
|----------------|--|----|
| Graphique 1.1 | : Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro | 18 |
| Graphique 1.2 | : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans | 19 |
| Graphique 1.3 | : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées..... | 19 |
| Graphique 1.4 | : Evolution du VIX et du VSTOXX | 19 |
| Graphique 1.5 | : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro | 20 |
| 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 | 24 |
| Graphique 2.2 | : Evolution des recettes de voyage | 25 |
| Graphique 2.3 | : Evolution des transferts MRE | 25 |
| Graphique 3.1 | : Evolution du taux interbancaire | 28 |
| Graphique 3.2 | : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire | 28 |
| Graphique 3.3 | : Variation du coût de financement des banques..... | 28 |
| Graphique 3.4 | : Evolution du taux de change du dirham..... | 29 |
| Graphique 3.5 | : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel | 29 |
| Graphique 3.6 | : Ecart monétaire | 30 |
| Graphique 3.7 | : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire | 30 |
| Graphique 3.8 | : Variation en glissement annuel du crédit..... | 30 |
| Graphique 3.9 | : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit..... | 31 |
| Graphique 3.10 | : Evolution de l'offre et de la demande | 31 |
| Graphique 3.11 | : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme | 32 |
| Graphique 3.12 | : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières | 32 |
| Graphique 3.13 | : Evolution quotidienne de l'indice MASI | 32 |
| Graphique 3.14 | : Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2020 | 33 |
| Graphique 3.15 | : Evolution des bons du Trésor | 33 |
| Graphique 3.16 | : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur | 34 |
| Graphique 4.1 | : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances | 36 |
| Graphique 4.2 | : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances | 37 |
| Graphique 4.3 | : Structure des dépenses ordinaires..... | 37 |
| Graphique 4.4 | : Dépenses d'investissement à fin février | 37 |
| Graphique 4.5 | : Solde budgétaire à fin février..... | 37 |
| Graphique 4.6 | : Solde budgétaire et financement à fin février | 38 |
| Graphique 4.7 | : Endettement du Trésor | 38 |
| Graphique 5.1 | : Evolution des dépenses de consommation | 42 |
| Graphique 5.2 | : PIB par composante | 43 |
| Graphique 5.3 | : Contributions des branches d'activité à la croissance | 43 |
| Graphique 5.4 | : Indice du salaire moyen dans le secteur privé | 44 |
| Graphique 5.5 | : SMIG horaire en termes nominaux et réels | 44 |
| Graphique 5.6 | : Output-gap global | 45 |
| Graphique 6.1 | : Inflation et inflation sous-jacente | 46 |
| Graphique 6.2 | : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation | 47 |
| Graphique 6.3 | : Evolution du cours à l'international du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants..... | 47 |
| Graphique 6.4 | : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables | 48 |
| Graphique 6.5 | : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente | 48 |

| | | |
|-------------------|---|----|
| Graphique E.6.1.1 | : Contributions à l'inflation | 49 |
| Graphique 6.6 | : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation | 49 |
| Graphique 6.7 | : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises ... | 49 |
| Graphique 6.8 | : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier | 50 |
| Graphique 6.9 | : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier..... | 50 |
| Graphique 7.1 | : Croissance dans la zone euro..... | 54 |
| Graphique 7.2 | : Croissance aux Etats-Unis | 54 |
| Graphique 7.3 | : Taux de change USD/EUR | 55 |
| Graphique 7.4 | : Prix du Brent..... | 56 |
| Graphique 7.5 | : Indice FAO des prix des produits alimentaires..... | 56 |
| Graphique 7.6 | : Inflation dans la zone euro | 56 |
| Graphique 7.7 | : Inflation aux Etats-Unis | 56 |
| Graphique 7.8 | : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2020 - T4 2022) | 60 |
| Graphique 7.9 | : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2021 - T4 2022) | 61 |
| Graphique 7.10 | : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap | 61 |
| Graphique 7.11 | : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2021 - T4 2022)..... | 61 |

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..... | 24 |
| Tableau 2.2 | : Evolution des importations | 25 |
| Tableau 2.3 | : Evolution de la balance de services | 25 |
| Tableau 2.4 | : Evolution des investissements directs | 26 |
| Tableau 3.1 | : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire | 28 |
| Tableau 3.2 | : Evolution des taux débiteurs..... | 28 |
| Tableau 3.3 | : Taux créditeurs | 29 |
| Tableau 4.1 | : Evolution des recettes ordinaires | 35 |
| Tableau 4.2 | : Evolution et exécution des dépenses publiques | 36 |
| Tableau 4.3 | : Financement du déficit | 38 |
| Tableau 4.4 | : Evolution de l'endettement du Trésor..... | 38 |
| Tableau E 4.1.1 | : Exécutions budgétaires de 2019 et 2020 | 39 |
| Tableau 5.1 | : Principaux indicateurs du marché de travail..... | 45 |
| Tableau 6.1 | : Evolution de l'inflation et de ses composantes | 46 |
| Tableau 6.2 | : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables | 48 |
| Tableau 6.3 | : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle hors raffinage de pétrole | 50 |
| Tableau 7.1 | : Principales composantes de la balance des paiements..... | 58 |
| Tableau 7.2 | : Masse monétaire et crédit bancaire..... | 59 |
| Tableau 7.3 | : Croissance économique..... | 60 |
| Tableau 7.4 | : Inflation et inflation sous-jacente..... | 61 |

LISTE DES ENCADRÉS

| | | |
|-------------|--|----|
| Encadré 4.1 | : Exécution budgétaire au titre de l'année 2020..... | 39 |
| Encadré 6.1 | : Evolution de l'inflation en 2020..... | 48 |