



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 61 /2021

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 21 DECEMBRE 2021

Dépôt légal : 2021/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

APERÇU GÉNÉRAL

11

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

17

1.1 Activité économique et emploi

17

1.2 Conditions monétaires et financières

18

1.3 Prix des matières premières et inflation

20

2. Comptes extérieurs

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

31

4. Orientation de la politique budgétaire

34

4.1 Recettes ordinaires

34

4.2 Dépenses

35

4.3 Déficit et financement du Trésor

36

5. Demande, offre et marché du travail

39

5.1 Demande intérieure

39

5.2 Demande extérieure

40

5.3 Offre globale

40

5.4 Marché du travail et capacités de production

41

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

43

6.1 Evolution de l'inflation

43

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

45

6.3 Anticipations de l'inflation

46

6.4 Prix à la production

47

7. Perspectives à moyen terme

48

Synthèse

48

7.1 Hypothèses sous-jacentes

51

7.2 Projections macroéconomiques

54

7.3 Balance des risques

59

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

60

LISTE DES GRAPHIQUES

62

LISTE DES TABLEAUX

63

LISTE DES ENCADRÉS

63



بنك المغرب
بنك المغرب خير

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 21 décembre 2021

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 21 décembre sa dernière réunion trimestrielle au titre de l'année 2021.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture nationale et internationale ainsi que les projections macroéconomiques de la Banque à moyen terme. Il a noté à cet égard que l'activité économique a connu globalement une nette reprise cette année, favorisée par les avancées notables de la campagne de vaccination et le maintien des stimulus budgétaire et monétaire. Toutefois, les nouvelles vagues de la pandémie dans plusieurs pays partenaires et les restrictions que les autorités nationales ont été amenées à mettre en place renforcent les incertitudes qui entourent les perspectives économiques. Le Conseil a également pris note des dispositions de la Loi de Finances 2022.
3. Sur la base de l'ensemble de ces analyses, le Conseil a estimé que l'orientation de la politique monétaire reste largement accommodante, assurant les 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 1,50%.
4. Les données disponibles sur les prix à la consommation font ressortir des hausses sensibles ces derniers mois pour certains produits alimentaires et pour les carburants et lubrifiants. Cette évolution résulte essentiellement des pressions externes liées à la flambée de leurs cours sur les marchés internationaux. Elle s'est traduite par une nette accélération de la composante sous-jacente de l'inflation qui est passée de 0,7% en moyenne au cours du premier semestre à 2% au troisième trimestre et à 3,3% en novembre. Elle devrait ressortir, selon les projections de Bank Al-Maghrif, à 1,7% sur l'ensemble de cette année et se situer à 2,7% en 2022 avant de revenir à 1,8% en 2023 avec la dissipation prévue des pressions externes. Malgré ce net accroissement de sa composante fondamentale, l'inflation devrait rester à des niveaux contenus, passant en moyenne de 0,7% en 2020 à 1,4% en 2021, à 2,1% en 2022, puis reculer à 1,4% en 2023.
5. Sur le plan international, après la reprise de cette année, le rythme de l'activité économique sera largement tributaire de l'évolution de la pandémie, marquée ces dernières semaines par une forte résurgence des contaminations. Ainsi, après une contraction de 3,5% en 2020 et le rebond de 5,9% prévu en 2021, la croissance de l'économie mondiale décélérerait à 4% en 2022 puis à 3,1% en 2023. Dans les principales économies avancées, le PIB ressortirait en hausse aux Etats-Unis de 5,5% en 2021, de 3,3% en 2022 et de 2% en 2023. Une tendance similaire serait observée dans la zone euro, avec une progression du PIB revenant de 5,2% à 4% puis à 1,6%. Sur les marchés du travail, la situation connaîtrait une nette amélioration aux Etats-Unis, où le taux de chômage reculerait à 5,4% en 2021, à 4,1% en 2022 puis à 3,8% en 2023, soit un niveau proche de celui d'avant crise. Dans la zone euro, ce taux devrait baisser à 7,7% et se situer à moins de 7% au cours des deux prochaines années, et ce, pour la première fois depuis la création de la monnaie unique. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance s'établirait en Chine à 8,1% cette année, puis

décélérerait à 5% en 2022 et à 5,9% en 2023. En Inde, elle se situerait à 7,6%, avant de s'accélérer à 10,8% et revenir à 6,4%.

6. Sur les marchés des matières premières, la tendance haussière des cours des produits énergétiques induite par la reprise de la demande mondiale s'est fortement accentuée particulièrement pour le gaz naturel et le charbon qui ont enregistré des records historiques. Pour le pétrole, le prix du Brent a atteint en octobre 85,8 USD/bl, son plus haut depuis fin 2014, et devrait ressortir à 71,8 USD/bl en moyenne en 2021, puis à 75,1 USD/bl en 2022, avant de reculer à 70,4 USD/bl en 2023. S'agissant des denrées alimentaires, leurs prix ont sensiblement augmenté en 2021, reflétant en particulier les flambées des cours du sucre et des huiles végétales qui ont atteint en novembre 38% et 51,4% respectivement en glissement annuel, et devraient se maintenir à des niveaux largement supérieurs à ceux d'avant crise durant les deux prochaines années. Concernant le phosphate et dérivés, les prix ont connu une forte progression cette année et devraient rester élevés en 2022, avant de diminuer en 2023. En particulier, le cours du DAP terminerait l'année en hausse de 89% à 590 USD/t en moyenne et atteindrait 600 USD/t en 2022, avant de baisser à 450 USD/t en 2023. Pour le phosphate brut, le prix afficherait un accroissement de 58% à 120 USD/t en 2021 et resterait proche de ce niveau au cours des deux prochaines années.
7. Le renchérissement des matières premières, conjugué à l'amélioration de la demande, aux goulets d'étranglement de la production de certains biens ainsi qu'à l'augmentation du coût du fret continuent de générer de fortes pressions sur les prix à la consommation. L'inflation dépasserait dans la zone euro la cible de la BCE, s'établissant à 2,5% en moyenne cette année et à 3% en 2022, avant de revenir à 2% en 2023. Aux Etats-Unis, elle s'est élevée à 6,8% en novembre, soit son niveau le plus haut au cours des 4 dernières décennies et devrait ressortir en moyenne à 4,7% en 2021, s'accélérer à 6,1% l'année prochaine avant de décélérer à 3,7% en 2023.
8. Face aux tensions inflationnistes, plusieurs Banques centrales aussi bien des économies développées qu'émergentes et en développement ont procédé à des resserrements de leurs politiques monétaires à travers des hausses de taux et/ou des réductions de leurs programmes d'achats d'actifs. Lors de sa réunion des 14 et 15 décembre, et tout en gardant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [0-0,25%], la FED a décidé de doubler à partir de janvier prochain le rythme de réduction de ses rachats d'actifs à 20 milliards de dollars pour les titres du Trésor et à 10 milliards de dollars pour les titres adossés à des créances hypothécaires. De même, la BCE a décidé, le 16 décembre de maintenir inchangés ses taux directeurs, de mettre fin en mars 2022 à son programme d'achats d'urgence face à la pandémie et de renforcer son programme d'achats d'actifs avant de le réduire progressivement.
9. Au niveau national, les progrès en matière de vaccination, le maintien des stimulus budgétaire et monétaire et la très bonne campagne agricole vont faire enregistrer à l'économie un rebond de 6,7% cette année, avec des hausses de 18,8% de la valeur ajoutée agricole et de 5,3% de celle des activités non agricoles. Au cours des deux prochaines années, le rythme de l'activité restera largement tributaire de l'évolution de la situation sanitaire aux plans national et international et des restrictions que les autorités seraient amenées à mettre en place. Les projections de Bank Al-Maghrif tablent, dans le scénario central, sur une consolidation de la

croissance à 2,9% en 2022 et à 3,4% en 2023. La valeur ajoutée des activités non agricoles, poursuivrait son amélioration aux rythmes de 3,2% en 2022 et de 3,4% en 2023 et, sous l'hypothèse de récoltes céréalières moyennes de 75 MQx annuellement, celle du secteur agricole reculerait de 2,8% en 2022 et progresserait de 2% en 2023. Sur le marché du travail, les dernières données relatives au troisième trimestre 2021 font ressortir un net redressement avec une création de 642 mille postes et une entrée nette de 607 mille demandeurs d'emplois. Le taux d'activité a ainsi augmenté de 1,6 point de pourcentage à 45,1% et le taux de chômage a reculé de 0,9 point de pourcentage à 11,8%.

10. S'agissant des comptes extérieurs, et après un repli sensible en 2020, les échanges commerciaux enregistrent une reprise notable cette année. Les exportations ressortiraient en expansion de 21,7%, tirées par la progression des cours du phosphate et dérivés et des ventes du secteur automobile et ce, en dépit des difficultés d'approvisionnement en semi-conducteurs que connaît l'industrie au niveau mondial. En parallèle, les importations devraient croître de 22,9%, sous l'effet principalement de l'alourdissement de la facture énergétique, du renchérissement des produits bruts et de la hausse des achats de produits finis de consommation. Quant aux recettes voyages, elles continueraient de pâtir des restrictions sanitaires avec une nouvelle baisse de 9,2% à 33,1 milliards de dirhams, tandis que les transferts des MRE marqueraient un rebond de 38,9% pour atteindre un montant record de près de 95 milliards de dirhams. Tenant compte de ces évolutions, le déficit du compte courant ressortirait en creusement de 1,5% à 2,5% du PIB cette année. Sur l'horizon de prévision, la dynamique des exportations devrait se poursuivre en 2022, portée essentiellement par l'augmentation prévue des ventes de la construction automobile, avant de s'estomper en 2023, avec le repli des cours des engrais phosphatés. En parallèle, l'accroissement des importations ralentirait graduellement en lien avec le recul des cours des produits énergétiques. Pour ce qui est des recettes voyages, leur évolution dépendrait largement des développements de la situation sanitaire et devraient se situer, dans le scénario central, à 43,4 milliards en 2022 et à 70,9 milliards en 2023. En revanche, les transferts des MRE reviendraient progressivement à des niveaux en ligne avec leur rythme tendanciel d'avant crise, enregistrant une contraction de 23,2% à 72,8 milliards de dirhams en 2022 et de 1,9% en 2023 à 71,4 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se creuserait davantage à 5,3% du PIB en 2022 avant de s'alléger à 4,9% en 2023. Pour ce qui est des opérations financières, les recettes des IDE devraient se situer à l'équivalent de 2,5% du PIB cette année, de 3% du PIB en 2022 et de 3,5% du PIB en 2023. Au total, et tenant compte notamment des projections du financement extérieur du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 330,4 milliards à fin 2021, à 341,6 milliards en 2022 et à 345,7 milliards en 2023, assurant ainsi une couverture de plus de 6 mois et 20 jours d'importations de biens et services.
11. Sur le plan des conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait terminer l'année 2021 avec une légère appréciation de 0,6%, reflétant la hausse en termes nominaux du dirham face notamment à l'euro. Il devrait se déprécier sur l'horizon de prévision sous l'effet particulièrement d'une inflation domestique inférieure à celle dans les pays partenaires et concurrents. Pour ce qui est du taux débiteur moyen global, il s'est quasiment stabilisé à 4,35% au troisième trimestre, avec une hausse trimestrielle de 13 points pour les prêts aux entreprises et une stabilité pour ceux aux particuliers. Pour sa part, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 83,2 milliards de dirhams au troisième trimestre, traduisant l'augmentation de la monnaie fiduciaire. Il devrait s'alléger sous l'effet du renforcement des réserves de change pour se situer à 64,4 milliards

de dirhams à fin 2021, avant de se creuser à 70 milliards à fin 2022 et à 83,6 milliards à fin 2023. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il maintient une croissance modérée après l'achèvement de la phase d'octroi des programmes de prêts garantis par l'Etat mis en place en 2020. Tenant compte des perspectives de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son encours ressortirait en hausse de 3,7% cette année, un rythme qui se consoliderait à 3,4% en 2022 avant de s'accélérer à 4,4% en 2023.

12. Sur le volet des finances publiques, à un mois de la clôture de l'exercice budgétaire de 2021, la situation des charges et ressources du Trésor fait ressortir un déficit global, hors produit de cessions des participations de l'Etat, de 68,8 milliards de dirhams, en creusement de 9 milliards d'une année à l'autre. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 11,1%, tirées par l'accroissement des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 9,3%, en lien notamment avec les augmentations des dépenses de biens et services, de la charge de compensation et des transferts aux collectivités territoriales. Tenant compte d'une réduction de 12,1 milliards du stock des opérations en instance, le besoin de financement s'est établi à 80,9 milliards. Il a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 69,4 milliards, dont 41,3 milliards sur le marché de la dette intérieure, par un flux net extérieur positif de 6,1 milliards et par des recettes de cessions des participations de l'Etat de 5,4 milliards. A la lumière de ces évolutions, des données de la loi de finances 2022 et des prévisions de croissance économique, le déficit budgétaire, hors produits de cessions des participations de l'Etat, atteindrait sur l'ensemble de cette année 6,9% du PIB, avant de s'atténuer à 6,3% en 2022 puis à 5,8% en 2023.
13. Enfin, le Conseil a validé le budget de la Banque pour l'exercice 2022, a approuvé la stratégie de placement des réserves de change et a arrêté les dates de ses réunions ordinaires au titre de la même année au 22 mars, 21 juin, 27 septembre et 20 décembre.

APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par une nouvelle détérioration de la situation sanitaire, le déploiement insuffisant et inégal de la vaccination, la persistance des problèmes d'approvisionnement et les niveaux élevés des prix des matières premières, les dernières données relatives à la conjoncture économique internationale font ressortir un ralentissement de l'activité, tant dans les principaux pays avancés qu'émergents.

Ainsi, après le rebond, lié à un effet de base observé au deuxième trimestre, la croissance s'est établie aux Etats-Unis à 4,9% au troisième trimestre, contre 12,2% un trimestre auparavant. Elle s'est également inscrite en décélération à 3,7% après 14,2% dans la zone euro, reflétant notamment des ralentissements à 2,6% en Allemagne, à 3,3% en France et à 4% en Italie. Au Royaume-Uni, le rythme d'activité est revenu à 6,6% après 23,6%, sur fond d'un repli de l'investissement des entreprises. Au niveau des principaux pays émergents, les données disponibles indiquent un ralentissement à 4,9% après 7,9% en Chine, à 8,5% après 18,8% en Inde et à 4% au lieu de 12,3% au Brésil.

Sur les marchés du travail, la situation continue de s'améliorer dans la majorité des pays avancés. Aux Etats-Unis, le taux de chômage a enregistré une baisse à 4,2% en novembre après 4,6% en octobre avec, toutefois, une nette baisse des créations d'emplois de 531 mille postes à 210 mille. Dans la zone euro, ce taux est ressorti en léger recul à 7,3% contre 7,4% un mois auparavant. Il a stagné à 3,3% en Allemagne et a légèrement diminué de 7,7% à 7,6% en France et de 14,6% à 14,5% en Espagne.

Au niveau des marchés financiers, les cours boursiers étaient globalement orientés à la hausse en novembre, avec notamment des hausses mensuelles de 4,2% pour l'EuroStoxx 50, de 2,3% pour le Dow-Jones et de 1,4% pour le FTSE 100. Pour ce qui est des économies émergentes, l'indice composite MSCI EM a accusé un recul de 0,5%, traduisant en particulier des replis de 1,5% pour la Chine et de 5,3% pour le Brésil.

Pour ce qui est des rendements obligataires souverains, après une tendance haussière, les taux des bons du Trésor à 10 ans se sont inscrits en légère baisse entre octobre et novembre, revenant à 1,56% en moyenne pour les Etats-Unis, à -0,25% pour l'Allemagne et à 0,03% pour la France. Du côté des économies émergentes, l'évolution des rendements est marquée notamment par une forte hausse en Turquie où ce taux a enregistré une nouvelle progression de 49 pb à 19,18%. S'agissant des autres principales économies émergentes, il a quasiment stagné à 6,34% pour l'Inde, à 2,91% pour la Chine et à 12,24% pour le Brésil.

Sur le marché de change, reflétant notamment des perspectives de normalisation plus rapide aux Etats-Unis, l'euro s'est déprécié entre octobre et novembre de 1,7% vis-à-vis du dollar américain. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le renminbi chinois et la roupie indienne se sont dépréciées respectivement de 0,5% et 0,6% face au dollar. En revanche, les incertitudes entourant l'orientation de la politique monétaire en Turquie et les perspectives de hausse des taux américains continuent de peser sur la lire turque. Celle-ci a connu en novembre une dépréciation vis-à-vis du dollar de 17,1% d'un mois à l'autre et de 46% depuis le début de l'année. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en octobre à 7,4% aux Etats-Unis et à 3,4% dans la zone-euro.

S'agissant des matières premières, les cours du pétrole persistent à des niveaux élevés, le prix du Brent s'étant établi en moyenne à 83,65 dollars le baril en octobre, en progression de 12,1% d'un mois à l'autre et de 53,3% en glissement annuel. Hors énergie, les cours ont été orientés à la hausse avec un renchérissement de 30% en glissement annuel, traduisant l'augmentation de 42% pour les métaux et minerais et de 20,8% pour les produits agricoles. En ce qui concerne les phosphates et dérivés, les prix se sont inscrits globalement en hausse, avec des appréciations annuelles de 84,4% à 147,5 USD/t pour le phosphate brut, de 88,4% à 672,9 USD/t pour le DAP, et ont plus que doublé pour le TSP à 618 USD/t.

La hausse des cours des matières premières, conjuguée à l'amélioration de la demande, aux goulets d'étranglement au niveau de la production de certains biens ainsi qu'à l'augmentation du coût du fret, continuent de générer de fortes pressions inflationnistes. En effet, l'inflation a atteint aux Etats-Unis un nouveau pic de 6,8% en novembre, après 6,2% un mois auparavant, tandis que dans la zone euro, elle a poursuivi son accélération atteignant 4,9% après 4,1%.

Face à ces tensions, plusieurs Banques centrales aussi bien des économies développées qu'émergentes et en développement ont procédé à des resserrements de leurs politiques monétaires à travers des hausses de taux et/ou des réductions de leurs programmes d'achats d'actifs. Lors de sa réunion des 14 et 15 décembre, et tout en gardant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [0-0,25%], la FED a décidé de doubler à partir de janvier prochain le rythme de réduction de ses rachats d'actifs à 20 milliards de dollars pour les titres du Trésor et à 10 milliards de dollars pour les titres adossés à des créances hypothécaires. De même, la BCE a décidé, le 16 décembre, de maintenir inchangés ses taux directeurs, de mettre fin à son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) en mars 2022 et de renforcer son programme d'achats d'actifs (APP) avant de le réduire progressivement.

Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre indiquent une expansion de 15,2% du PIB, en glissement annuel, traduisant une progression de 18,6% de la valeur ajoutée agricole et de 14,8% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, cette évolution recouvre une contribution positive de 18,2 points de pourcentage de sa composante intérieure et une participation négative de 3 points de celle extérieure.

Sur le marché du travail, la situation a connu une nette amélioration entre le troisième trimestre de 2021 et la même période de 2020, avec une création de 642 mille postes, dont près de la moitié dans les services et ce, après une perte de 581 mille un an auparavant. Tenant compte d'une entrée nette de 607 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a progressé de 1,6 point à 45,1% et le taux de chômage a reculé de 12,7% à 11,8%.

S'agissant des échanges extérieurs, les données à fin octobre font ressortir un creusement, par rapport à la même période de 2020, du déficit commercial de 34,5 milliards pour atteindre 164,2 milliards de dirhams, résultat de progressions de 44,6 milliards des exportations et de 79 milliards des importations. Le taux de couverture est ainsi revenu de 62,4% à 61,3%. L'amélioration des exportations concerne l'ensemble des secteurs, avec en particulier, une accélération de la progression des ventes du secteur automobile de 12,4% et de celles du phosphate et dérivés de 47,2%. De son côté, la hausse des importations est attribuable à l'accroissement de 32,1% des achats de

produits finis de consommation, de 43,1% des acquisitions de produits énergétiques et de 12,8% des importations de biens d'équipement. En parallèle, la baisse des recettes voyages continue de s'atténuer, revenant de 17,6% à fin août à 6,1% à fin septembre puis à 0,7% à fin octobre. Pour leur part, les transferts des MRE ont poursuivi leur hausse exceptionnelle, avec un accroissement de 43,3%. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont progressé de 12,6% tandis que les investissements directs marocains à l'étranger se sont élevés à 14 milliards après 6,3 milliards durant la même période de 2020. Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve, leur encours s'est élevé à 320,7 milliards de dirhams à fin octobre, soit l'équivalent de 6 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

Concernant les conditions monétaires, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 83,2 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au cours du troisième trimestre, contre 66,3 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume global de ses injections à 97 milliards de dirhams en moyenne. Les conditions monétaires ont été également marquées par une quasi-stabilité du taux de change effectif réel et du taux débiteur moyen global à 4,35%, avec en particulier une hausse de 13 points des taux appliqués aux prêts aux entreprises et une stabilité de ceux aux particuliers. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression est passée de 3,3% à 3,5%, reflétant notamment une accélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises non financières privées.

Sur le plan des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des onze premiers mois de 2021 ressort globalement en ligne avec la programmation de la Loi de Finances. Le déficit budgétaire, hors produit de cessions des participations de l'Etat, s'est établi à 68,8 milliards, en creusement de 9 milliards d'une année à l'autre. Les dépenses ordinaires se sont alourdies de 9,5% à 253,8 milliards, traduisant essentiellement des progressions de 6,9% des dépenses de biens et services, de 44,5% de la charge de compensation et de 20,9% des transferts aux collectivités territoriales. Parallèlement, les recettes ordinaires se sont améliorées de 11,1%, reflétant des accroissements de 11,6% des rentrées fiscales et de 5,4% de celles non fiscales. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 12,2 milliards, au lieu de 14,4 milliards un an auparavant. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 8,6%, avec un taux d'exécution de 89,2%, portant les dépenses globales à 314,5 milliards, en alourdissement de 9,3%. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 5,7% par rapport à son niveau à fin décembre 2020. Quant aux conditions de financement du Trésor, elles restent favorables, comme en témoigne la baisse des taux moyens pondérés des titres émis par adjudication.

Au niveau du marché des actifs, les prix des biens immobiliers sont ressortis en légère hausse de 0,2% au troisième trimestre, recouvrant une augmentation de 1,5% des prix des terrains et des baisses de ceux des biens résidentiels et des biens à usage professionnel de 0,5% et 0,9% respectivement. Pour ce qui est du nombre de transactions, après l'importante hausse de 23,7% enregistrée au deuxième trimestre, il a accusé un repli de 40,9% globalement, de 45,1% pour les ventes portant sur les biens résidentiels et de 41,5% pour celles des terrains, alors que les acquisitions des biens à usage professionnel ont connu un léger accroissement de 1%. Au niveau de la Bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 6,3% au terme du troisième trimestre, reflétant notamment les accroissements des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 11,2%, des banques de 6,8% et des télécommunications de 3,6%. Pour ce qui est du volume des transactions, il a baissé à 16,1 milliards après 17,5 milliards de dirhams un trimestre auparavant. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 6,2% à 677,3 milliards de dirhams.

Pour ce qui est de l'évolution des prix à la consommation, l'inflation a enregistré une accélération à 1,7% en octobre, après 1,4% en moyenne au troisième trimestre 2021. Cette évolution reflète notamment la hausse sensible de sa composante sous-jacente à 3,1% au lieu de 2% dans un contexte marqué par la flambée des cours internationaux des matières premières et par des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de production de certains biens au niveau international. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants continuent de progresser à un rythme rapide, soit 21,2% en octobre au lieu de 14,3% en moyenne au troisième trimestre. En revanche, le repli de 4,6% des prix des produits alimentaires à prix volatils après celui de 1,8% en moyenne entre juillet et septembre ainsi que le ralentissement du rythme d'accroissement des tarifs réglementés à 0,2% après 1% contribuent à maintenir l'inflation à un niveau modéré.

Les perspectives économiques mondiales restent entourées de grandes incertitudes liées à la persistance des goulets d'étranglement au niveau de certaines chaînes de production, au renchérissement des matières premières, aux fortes pressions inflationnistes et à l'évolution de la pandémie. Après une contraction de 3,5% en 2020, l'économie mondiale devrait rebondir de 5,9% en 2021, avant d'accuser un ralentissement à 4% en 2022 puis à 3,1% en 2023. Aux Etats-Unis, elle atteindrait 5,5% cette année et devrait revenir à 3,3% en 2022 puis à 2% en 2023, avec la dissipation des effets de la politique de relance budgétaire. Dans la zone euro, elle s'établirait à 5,2%, puis ralentirait à 4% en 2022 et à 1,6% en 2023. Au Royaume-Uni, les répercussions du Brexit et la fin du programme du chômage partiel continu de peser sur l'activité, la croissance devant se situer à 6,8% en 2021, avant de reculer à 2,9% en 2022 et à 1,1% en 2023.

Dans les principaux pays émergents, les pénuries de l'énergie électrique et les conséquences de la crise du secteur immobilier ralentiraient le rythme de la reprise en Chine cette année. Ce dernier resterait toutefois parmi les plus élevé au monde atteignant 8,1%, mais devrait osciller autour de 5% et 6% en 2022 et 2023. En Inde, la production industrielle a pâti du coût élevé des intrants et des difficultés d'approvisionnement en 2021 et devrait reprendre graduellement en 2022. La croissance s'y établirait à 7,6% en 2021, avant de s'accélérer à 10,8% en 2022 puis de revenir à 6,4% en 2023.

Sur les marchés des matières premières, le renchérissement s'est poursuivi, en lien principalement avec la reprise de l'activité économique. Le prix du pétrole s'est inscrit en hausse, avec un cours du Brent qui devrait rebondir de 42,3 USD/bl en 2020 à 71,8 USD/bl en moyenne en 2021, puis à 75,1 USD/bl en 2022, avant de reculer à 70,4 USD/bl en 2023. S'agissant des denrées alimentaires, leurs prix ont augmenté en 2021 reflétant en particulier la hausse des cours du sucre et des huiles végétales, mais devraient s'inscrire dans une tendance baissière en 2022, à mesure que les chocs se dissipent. Concernant le phosphate et dérivés, les cours ont évolué à des niveaux élevés en 2021, une situation qui devrait se poursuivre en 2022 avant un recul en 2023. En particulier, le prix du phosphate brut finirait l'année 2021 en hausse de 58% à 120 USD/t en moyenne, puis progresserait de 8,3% à 130 USD/t en 2022, avant de baisser à 110 USD/t en 2023. Pour le DAP, le cours terminerait l'année en hausse de 89% à 590 USD/t et devrait atteindre 600 USD/t en 2022 avant de reculer à 450 USD/t.

Le renchérissement des matières premières, conjugué notamment aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, à la hausse du coût de fret et à la reprise de l'activité économique ont engendré une intensification des pressions inflationnistes aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Ainsi, l'inflation devrait ressortir à 4,7% en 2021 aux Etats-Unis, et devrait poursuivre sa hausse pour atteindre 6,1% en 2022 avant de ralentir à 3,7% en 2023.

Dans la zone euro, elle terminerai l'année 2021 à 2,5% en moyenne, s'accélérait à 3% en 2022 et reviendrait à 2% en 2023.

Au niveau national, la reprise des échanges extérieurs se poursuivrait avec une hausse prévue des exportations de 21,7%, en 2021, portée essentiellement par les expéditions du phosphate et dérivés, sous l'effet de la flambée des cours internationaux. Cette embellie devrait se poursuivre en 2022 avec une progression de 9,2%, soutenue notamment par la hausse attendue de 15,5% des ventes de la construction automobile. En 2023, avec la baisse prévue des ventes du phosphate et ses dérivés, les exportations s'inscriraient en légère diminution de 0,8%. En parallèle, les importations ressortiraient en hausse de 22,9% en 2021, sous l'effet de l'alourdissement de 48,5% de la facture énergétique ainsi que de l'accroissement des achats de biens d'équipement et de ceux de consommation. Cette progression devrait connaître un ralentissement pour revenir à 8,3% en 2022 et à 3,1% en 2023. Pour ce qui est des recettes voyages, les développements de la situation sanitaire au niveau international et les nouvelles restrictions imposées par le Maroc continueraient de peser sur leur reprise. Elles devraient ainsi baisser de 9,2% en 2021, avant d'augmenter de 31% en 2022, et de 63,5% à 70,9 milliards en 2023. A l'inverse, les transferts des MRE poursuivraient leur dynamique haussière en 2021 avec une progression de 38,9% à 94,7 milliards de dirhams, mais devraient se contracter de 23,2% en 2022 et de 1,9% en 2023. Compte tenu de ces évolutions, et sous l'hypothèse de rentrées de dons de 1,7 milliard en 2021, de 2,2 milliards en 2022 et de 1,5 milliard en 2023, le déficit du compte courant se situerait à 2,5% du PIB en 2021 et se creuserait à 5,3% en 2022 avant de s'alléger à 4,9% en 2023. Les recettes des IDE devraient, quant à elles, osciller autour de 2,5% en 2021 et de 3% du PIB en 2022 avant d'augmenter à 3,5% en 2023.

S'agissant des avoirs officiels de réserve, et tenant compte des projections de financement extérieurs du Trésor, ils se situeraient à 330,4 milliards à fin 2021, à 341,6 milliards en 2022 et à 345,7 milliards en 2023, assurant ainsi une couverture de plus de 6 mois et 20 jours d'importations de biens et services.

Au regard des évolutions prévues des réserves de change et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 64,4 milliards de dirhams à fin 2021, à 70 milliards à fin 2022 et à 83,6 milliards à fin 2023. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait ressortir en accroissement de 3,7% en 2021, puis progresser de 3,4% en 2022 et de 4,4% en 2023. Pour sa part, le taux de change effectif réel terminerai l'année 2021 avec une légère appréciation de 0,6%, reflétant le renforcement en termes nominaux du dirham face notamment à l'euro. Sur le reste de l'horizon, il devrait se déprécier sous l'effet d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents.

Sur le volet des finances publiques, après un creusement sensible en 2020, le déficit budgétaire hors produit de cessions des participations de l'Etat, devrait s'alléger graduellement pour se situer à 6,9% du PIB cette année. Sur le reste de l'horizon de prévision, il s'établirait à 6,3% du PIB en 2022, tenant compte des données du PLF 2022, puis à 5,8% en 2023.

Après une contraction de 6,3% en 2020, l'économie nationale connaîtrait un rebond de 6,7% cette année, recouvrant des hausses de 18,8% de la valeur ajoutée agricole et de 5,3% de celle des activités non agricoles. La

croissance se consoliderait à 2,9% en 2022 et à 3,4% en 2023, reflétant la poursuite de l'amélioration des activités non agricoles à des rythmes de 3,2% en 2022 et de 3,4% en 2023, alors que la valeur ajoutée agricole baisserait de 2,8% en 2022 puis augmenterait de 2% en 2023, sous l'hypothèse de récoltes céréalières moyennes de 75 MQx annuellement.

Dans ces conditions, et tenant des pressions inflationnistes d'origine externe, l'inflation devrait s'accélérer de 0,7% en 2020 à 1,4% en 2021, portée par la hausse sensible de sa composante sous-jacente et le renchérissement des carburants et lubrifiants. Elle devrait ensuite atteindre 2,1% en 2022, avant de revenir à 1,4% en 2023.

La recrudescence de la pandémie et l'apparition du dernier variant de la Covid 19 ont considérablement accru le degré d'incertitude des perspectives économiques. Les risques demeurent considérables, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter les projections du scénario centrale. Ainsi, la balance des risques ressort équilibrée pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. S'agissant de la croissance, les avancées réalisées dans la campagne de vaccination, le maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que les effets positifs escomptés de l'opérationnalisation du Fonds Mohammed VI pour l'investissement renforcent l'optimisme quant à une reprise plus prononcée de l'activité économique. Toutefois, de nombreux risques à la baisse subsistent tant au niveau national qu'international. Il s'agit notamment des conséquences de la résurgence des contaminations. En termes de durcissement des mesures restrictives et des disparités du rythme de déploiement de vaccins à l'échelle internationale. Parallèlement, en dépit d'un démarrage normal de la campagne agricole, la production céréalière reste largement tributaire des conditions climatiques qui prévaudront au cours des prochains mois. S'agissant de l'inflation, les risques à la hausse dominant. En effet, l'exacerbation du renchérissement des matières premières, l'augmentation des coûts de transport, les goulets d'étranglement de certaines chaînes d'approvisionnement et une plus forte demande pourraient entraîner une hausse plus rapide et plus persistante que prévu des prix à la consommation.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle détérioration de la situation sanitaire, le déploiement insuffisant et inégal de la vaccination, la persistance des problèmes d'approvisionnement et les niveaux élevés des prix des matières premières, l'activité économique tant dans les principaux pays avancés qu'émergents a nettement ralenti au troisième trimestre. Sur le marché de l'emploi, la situation a continué de s'améliorer avec des taux de chômage en baisse dans la majorité des pays avancés. Au niveau des principales places boursières, les niveaux de valorisation sont restés à des niveaux très élevés soutenus notamment par les résultats positifs des entreprises. Pour leur part, et exception faite de la Turquie, les rendements des obligations souveraines à long-terme ont marqué une légère baisse entre octobre et novembre. En parallèle, la persistance des niveaux élevés des cours des matières premières et les goulets d'étranglement au niveau de la production de certains biens, contribuent au maintien de l'inflation à des niveaux élevés aussi bien dans les économies avancées qu'émergentes.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, après le rebond, lié à un effet de base, observé au deuxième trimestre, la croissance a décéléré à 4,9% en glissement annuel au troisième trimestre, contre 12,2% un trimestre auparavant, traduisant en particulier le ralentissement des dépenses de consommation ainsi que la diminution des aides accordées aux entreprises et aux ménages. Dans la zone euro, l'économie a enregistré un ralentissement à 3,7% en glissement annuel contre 14,2% au trimestre précédent, reflétant une décélération à 2,6% après 10% en Allemagne, à 3,3% contre 18,8% en France, à 2,7% après 17,5% en Espagne, et à 4% contre 17,1% en Italie.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité a également ralenti passant à 6,6% après 23,6% un trimestre auparavant, sur fond d'une baisse de l'investissement des entreprises. De même, la croissance est revenue à 1,3% contre 7,7% au Japon en lien notamment avec le recul notable de la consommation des ménages et la faiblesse de l'investissement privé non résidentiel.

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

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

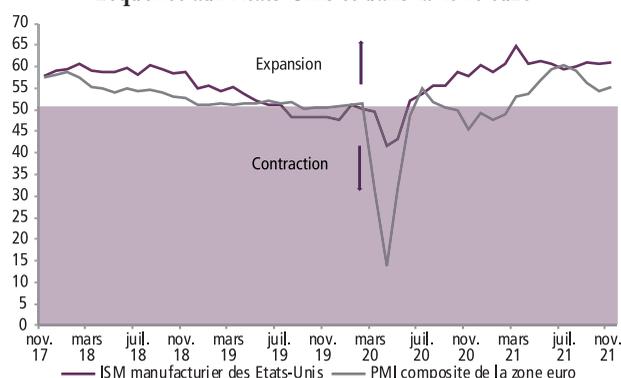
Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, les données disponibles indiquent une décélération de la croissance à 4,9% en Chine après 7,9%, en lien en particulier avec les restrictions imposées par crainte de résurgence de l'épidémie de la Covid-19 et des problèmes de pénurie d'électricité. Pareillement, la croissance a sensiblement ralenti en Inde s'établissant à 8,5% contre 18,8%

un trimestre auparavant. De même, elle a nettement décéléré de 12,3% à 4% au Brésil de et de 10,5% à 4,3% en Russie.

S'agissant des indicateurs à haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro est ressorti en hausse à 55,4 points en novembre contre 54,2 points le mois précédent. S'agissant de l'ISM manufacturier des Etats-Unis, il a également enregistré une progression à 61,1 points en novembre contre 60,8 points un mois auparavant.

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 enregistré une baisse à 4,2% en novembre après 4,6% en octobre avec en parallèle des créations d'emplois qui se sont inscrites en nette baisse à 210.000 postes après 546.000 en octobre. Dans la zone euro, le taux de chômage est ressorti en léger recul à 7,3% en octobre contre 7,4% le mois précédent. Dans les principaux pays de la zone, ce taux a stagné à 3,3% en Allemagne et a légèrement baissé de 7,7% à 7,6% en France, de 14,6% à 14,5% en Espagne et a en revanche augmenté de 9,2% à 9,4% en Italie. Au Royaume-Uni, les données disponibles pour le mois de septembre indiquent une baisse du taux de chômage à 4,2% contre 4,3% le mois précédent.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage

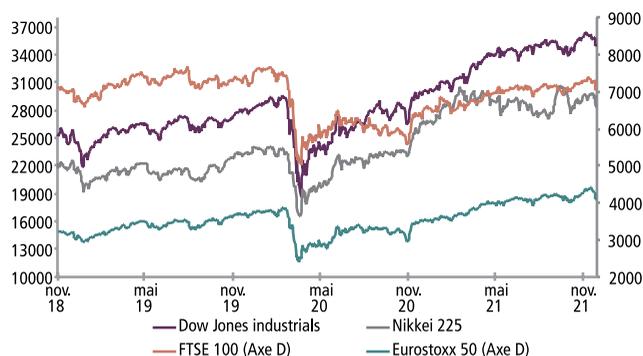
(en%)	2019	2020	2021		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	3,7	8,1	4,6	4,2	4,6
Zone euro	7,6	7,9	7,4	7,3	N.D
France	8,4	8	7,7	7,6	N.D
Allemagne	3,1	3,8	3,3	3,3	N.D
Italie	10	9,2	9,2	9,4	N.D
Espagne	14,1	15,5	14,6	14,5	N.D
Royaume-Uni	3,8	4,5	4,2	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

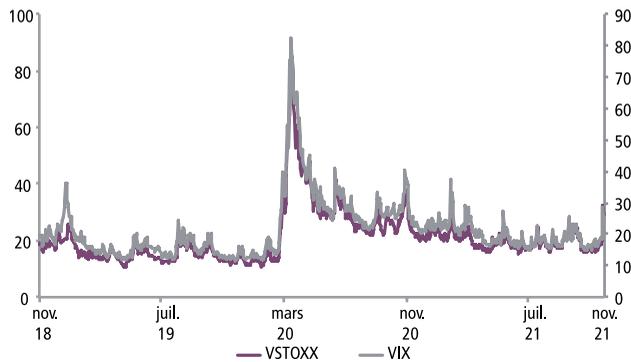
Après avoir baissé en septembre en raison des inquiétudes suscitées par les pressions inflationnistes et les perspectives d'un resserrement monétaire, les cours des actions se sont redressés en novembre soutenus par les résultats positifs des entreprises. Ainsi, entre octobre et novembre, le Dow-Jones s'est accru de 2,3%, l'Eurostoxx 50 de 4,2%, le FTSE 100 de 1,4%, et le Nikkei 225 de 2,8%. Pour sa part, la volatilité a augmenté sensiblement aussi bien sur les places américaines qu'européennes, le VSTOXX s'établissant à 19,42 et le VIX à 18,50. Du côté des pays émergents, l'indice MSCI EM a baissé de 0,5% en novembre, avec des replis de 1,5% pour la Chine, de 5,3% pour le Brésil, et de 0,3% pour l'Inde.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters.

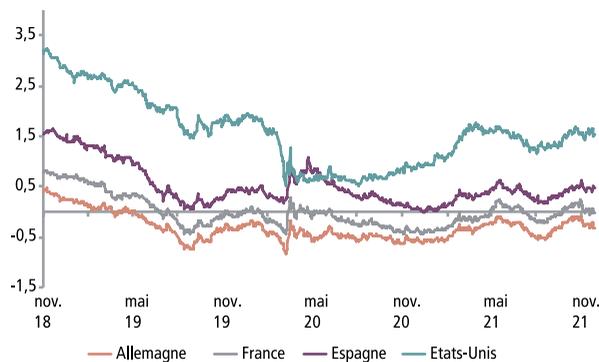
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires, le rendement des obligations souveraines à 10 ans des principales économies avancées a baissé entre octobre et novembre. Ainsi, le taux des bons à 10 ans a reculé de 2 points de base (pb) à 1,56% pour les Etats-Unis, de 11 pb à -0,25% pour l'Allemagne, et de 9 pb à 0,03% pour la France. En revanche, il s'est stabilisé à 0,48% pour l'Espagne et a légèrement augmenté de 2 pb à 0,93% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, le taux souverain à 10 ans a enregistré une hausse de 49 pb à 19,18% pour la Turquie et de 2 pb à 6,34% pour l'Inde. Inversement, il a baissé de 4 pb à 2,91% en Chine et a stagné au Brésil à 12,24%. Pour ce qui est de la Turquie, le taux souverain à 10 ans a augmenté de 49 pb à 19,18% et ce, dans un contexte de fortes pressions inflationnistes.

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



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a reculé de 1,7 pb à -0,57% tandis que le Libor de même maturité a augmenté de 3,2 pb à 0,16% entre octobre et novembre. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en octobre aux Etats-Unis à 7,4% et plus légèrement dans la zone-euro à 3,4%.

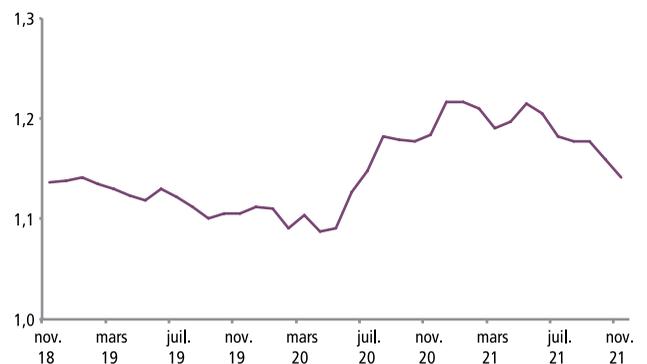
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de change, l'euro s'est déprécié entre octobre et novembre de 1,7% face au dollar et de 0,9% face au yen japonais. En revanche, il s'est renforcé de 0,1% face à la livre sterling. Pour les monnaies des principaux pays émergents, le renminbi chinois et la roupie indienne ont affiché des appréciations respectives de 0,5% et de 0,6% par rapport au dollar, tandis que le real brésilien et la livre turque ont marqué des dépréciations respectives de 0,3% et de 17,1% vis-à-vis du dollar.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la

FED a décidé, lors de sa réunion des 14 et 15 décembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0-0,25%] et ce, jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint les niveaux conformes aux évaluations de l'emploi maximal. En revanche, elle a indiqué qu'elle doublera le rythme de réduction de ses rachats d'actifs à partir de janvier 2022. Plus précisément, elle réduira ses avoirs en titres du Trésor de 20 milliards de dollars et en titres adossés à des créances hypothécaires de 10 milliards de dollars. Elle souligne également que des réductions similaires du rythme d'achats d'actifs nets seront probablement appropriés chaque mois, mais se tient prête à ajuster ce rythme si l'évolution des perspectives économiques le justifie.

De même, la BCE a décidé, le 16 décembre, de maintenir inchangés ses taux directeurs. Au premier trimestre de 2022, elle a indiqué qu'elle va procéder à des achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) à un rythme inférieur à celui du trimestre précédent. Elle a également noté que ce programme devrait s'achever en fin mars 2022. Concernant son programme d'achat d'actifs (APP), elle a indiqué qu'elle augmentera le rythme mensuel des achats à 40 milliards d'euros au deuxième trimestre et à 30 milliards d'euro au troisième trimestre de l'année prochaine. A partir d'octobre 2022, elle maintiendra les achats au titre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, et ce aussi longtemps que nécessaire et se termineront avant qu'elle ne commence à relever ses taux directeurs.

Quant à la Banque d'Angleterre, son Comité a décidé, le 16 décembre, de relever son taux directeur de 15 pb à 0,25% et de maintenir les achats d'actifs à hauteur de 895 milliards de livres sterling dont 875 milliards d'obligations d'Etat et 20 milliards d'obligations d'entreprises non financières notées « Investment Grade ».

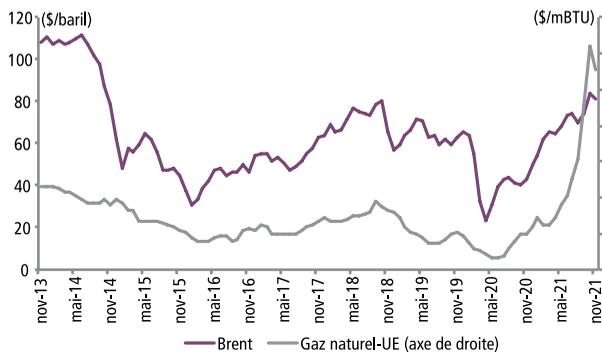
Du côté des pays émergents, la Banque centrale du Brésil a décidé, le 08 décembre, de relever son taux directeur de 7,75% à 9,25% en soulignant la nécessité de cet ajustement pour contenir les pressions inflationnistes. Elle a également déclaré qu'une nouvelle hausse d'une même ampleur est envisagée lors de sa prochaine réunion. Dans le même sens, la Banque centrale de la Russie a porté, le 17 décembre, son taux directeur à 8,5% en augmentation de 100 pb, alors que le pays s'efforce de maîtriser la flambée de l'inflation qui a dépassé le double de l'objectif officiel. En revanche, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, le 8 décembre, de garder son taux directeur inchangé à 4%, notamment pour relancer et soutenir la croissance. La Banque centrale de la Turquie a, quant à elle, décidé le 16 décembre de baisser son taux directeur de 100 pb à 14% alors que le pays fait face à une inflation proche de 21% et que la livre turque est en forte dépréciation face au dollar d'environ 46% depuis le début de l'année.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole brut, le prix du Brent s'est établi en moyenne à 80,77 dollars le baril en novembre, en repli de 3,4% par rapport à octobre et en hausse de 48,1% depuis le début de l'année. Cette tendance reflète l'anticipation des marchés d'une rechute de la demande après l'annonce du nouveau variant « Omicron » en Afrique du Sud. De même, et après avoir enregistré des niveaux exceptionnels depuis le début de l'année, le cours du gaz naturel a marqué un recul de 11% sur le marché européen en novembre en glissement mensuel à 27,6 dollars le mBTU¹. En glissement annuel, le cours du Brent s'est accru de 86,8% et celui du gaz naturel a été multiplié par près de 6 fois.

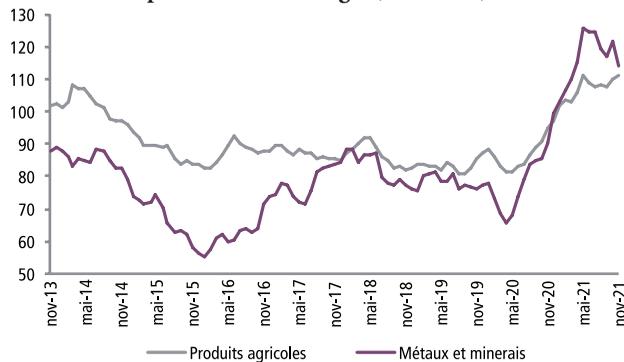
¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

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


Source : Banque mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

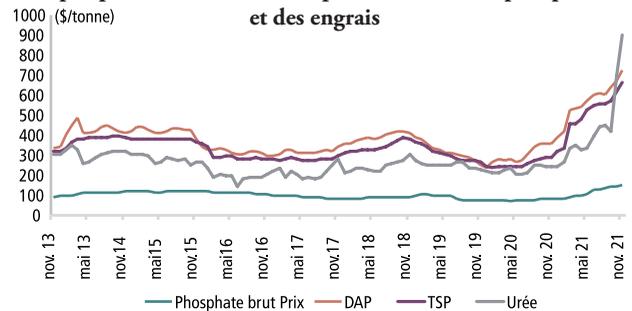
Pour ce qui est des matières premières hors énergie, elles se sont renchéries de 24,6% en glissement annuel en novembre, reflétant l'augmentation de 26,3% des prix des métaux et minerais et de 17,5% de ceux des produits agricoles.

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


Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et dérivés, les cours poursuivent leur trend ascendant en novembre, avec des appréciations de 8% à 726,7 \$/t pour le DAP, de 7,6% à 665 \$/t pour le TSP, de 29,6% à 900,5 \$/t pour l'Urée et de 3,8% à 153,1 \$/t pour le phosphate brut, alors que le cours du chlorure de potassium est resté stable à 221 \$/t. En glissement annuel, les prix ressortent en forte progression, avec des hausses de

85,6% pour le phosphate brut, de plus du double pour le DAP, de 127,4% pour le TSP, de 267,6% pour l'Urée et de 9,1% pour le Chlorure de potassium.

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


Source : Banque Mondiale.

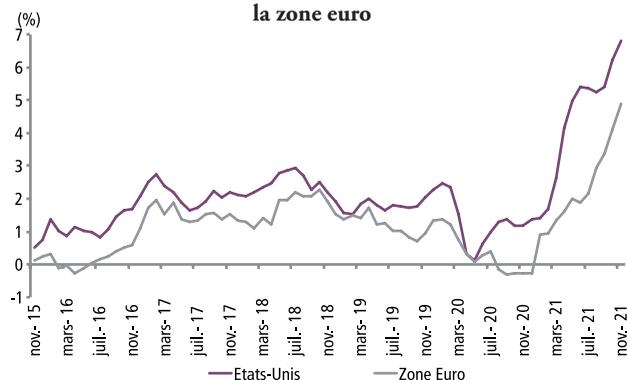
1.3.3 Inflation

Le renchérissement des matières premières, la reprise de la demande et les goulets d'étranglement au niveau de la production de certains produits, ainsi que la hausse des coûts de la logistique, continuent d'exercer des pressions sur les prix tant dans les pays avancés qu'émergents. Dans ce sens, l'inflation aux Etats-Unis a atteint un nouveau pic en novembre, s'établissant à 6,8% après 6,2% reflétant principalement une accélération du rythme de progression des prix de l'énergie, du logement et de l'alimentation. Dans la zone euro, l'inflation a poursuivi son ascendant, atteignant 4,9% en novembre, niveau record jamais observé, après 4,1% en octobre, traduisant notamment des accroissements de 4,6% à 6% en Allemagne, de 3,2% à 3,4% en France, de 5,4% à 5,6% en Espagne et de 3,2% à 4% en Italie. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation a augmenté de 4,2% à 5,1% en novembre au Royaume-Uni, alors qu'au Japon, les données d'octobre font ressortir une légère atténuation à 0,1% contre 0,2% en septembre.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation s'est accélérée de 8,1% à 8,4% en novembre en Russie, de 4,5% à 4,9% en Inde et de 1,5% à 2,3% en Chine, alors qu'elle est restée quasiment stable à 10,7% au

Brésil.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

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

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données des échanges extérieurs à fin octobre 2021 indiquent un creusement du déficit commercial de 34,5 milliards, par rapport à la même période de 2020, pour s'établir à 164,2 milliards de dirhams. Les importations ont affiché une progression de 22,9% ou 79 milliards contre une augmentation de 20,7% ou 44,6 milliards pour les exportations. Le taux de couverture est ainsi revenu de 62,4% à 61,3%. Quant aux recettes voyages, leur baisse s'est atténuée à 0,7% et les transferts des MRE ont poursuivi leur dynamique, avec un accroissement de 43,3%. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 12,6% et les investissements directs marocains à l'étranger se sont élevés à 14 milliards après 6,3 milliards durant la même période de 2020. A fin octobre 2021, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 320,7 milliards de dirhams, représentant une couverture de 6 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

Poursuivant leur reprise après une année marquée par les effets de la crise, les exportations ont augmenté pour l'ensemble des secteurs. Les ventes de phosphates et dérivés ont poursuivi leur dynamique haussière, avec une augmentation de 47,2% à 61,2 milliards, tirées essentiellement par celle de 46,2% des ventes des engrais naturels et chimiques, sous l'effet de leur renchérissement de 59,8%.

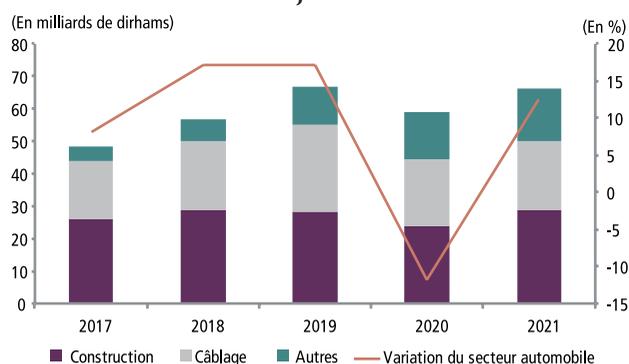
Les exportations du secteur automobile se sont accrues de 12,4% à 66,2 milliards de dirhams, reflétant essentiellement une progression de 21,6% pour le segment de la construction, portée par une amélioration de 11,5% du nombre de voitures exportées. Pour leur part, les ventes du secteur du « textile et cuir » ont connu une hausse de 19,6% à 30,3 milliards, traduisant des accroissements de 22,4% pour les vêtements confectionnés et de 29,7% pour les articles de bonneterie.

Quant aux exportations du secteur « agricole et agro-alimentaire », elles se sont améliorées de 9,1% à 56,3 milliards, avec des hausses de 7% pour les produits agricoles et de 10,7 % pour ceux de l'industrie alimentaire.

De même, les secteurs de « l'électronique et l'électricité » et de « l'extraction minière » ont enregistré des accroissements de leurs exportations de 32,9% et 53,7% pour se situer à 11,1 milliards et à 4 milliards respectivement.

Dans le même sens, les exportations du secteur aéronautique poursuivent leur reprise atteignant 12 milliards, en hausse de 16,4%. Cette évolution résulte des améliorations de 24% pour le segment assemblage et de 4% pour l'EWIS¹.

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



Source : Office des Changes.

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

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

Secteurs/Segments	Janv. - oct.		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Exportations FAB	260 150	215 595	44 555	20,7
Automobile	66 227	58 909	7 318	12,4
Construction	28 855	23 735	5 120	21,6
Câblage	21 311	20 958	353	1,7
Interieur véhicules et sièges	6 169	6 172	-3	-
Phosphates et dérivés	61 165	41 549	19 616	47,2
Textile et Cuir	30 266	25 312	4 954	19,6
Vêtements confectionnés	18 868	15 412	3 456	22,4
Articles de bonneterie	6 331	4 880	1 451	29,7
Chaussures	2 185	2 056	129	6,3
Agriculture et Agro-alimentaire	56 253	51 581	4 672	9,1
Industrie alimentaire	30 409	27 474	2 935	10,7
Agriculture, sylviculture, chasse	24 172	22 588	1 584	7,0
Electronique et Electricité	11 073	8 334	2 739	32,9
Fils, câbles et autres conducteurs pour l'électricité	4 408	3 195	1 213	38,0
Composants électroniques (transistors)	3 272	2 305	967	42,0
Appareils pour coup. Ou connex. des circuits électr	1 455	1 296	159	12,3
Autres extractions minières	4 024	2 618	1 406	53,7
Minerai de cuivre	1 367	822	545	66,3
Sulfate de baryum	774	312	462	-
Aéronautique	12 031	10 332	1 699	16,4
Assemblage	7 917	6 384	1 533	24,0
EWIS	4 050	3 893	157	4,0
Autres industries	19 111	16 960	2 151	12,7
Métallurgie et Travail des métaux	6 949	4 609	2 340	50,8
Industrie pharmaceutique	1 103	896	207	23,1
Industrie du plastique et du caoutchouc	1 697	1 665	32	1,9

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'augmentation des importations a été tirée essentiellement par celle de 32,1% des achats de produits finis de consommation à 100,6 milliards. Cette évolution reflète notamment des hausses de 53,2% des importations des voitures de tourisme et de 24,8%

leurs parties et pièces, ainsi qu'une augmentation de 73,9% des achats de médicaments et autres produits pharmaceutiques, attribuable essentiellement aux acquisitions de vaccins anti-Covid19. De même, les importations de demi-produits se sont accrues de 23,1% à 93,2 milliards et celles de biens d'équipement ont progressé de 12,8% à 100,7 milliards. S'agissant de la facture énergétique, elle s'est alourdie de 43,1% pour atteindre 58,9 milliards, incluant des accroissements des achats de 48,3% pour le « gas-oils et fuel-oils », de 45,3% pour le « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » et de 77,4% pour l'« essence de pétrole ».

Les importations de produits bruts ont affiché une augmentation de 43,8% à 23,2 milliards, tirées par des progressions de 85% des acquisitions de « soufres brut et non raffinés » et de 46% de celles de l'« huile de soja brute ou raffinée ». Pour leur part, les achats de produits alimentaires ont progressé de 1,6% à 47,6 milliards, en liaison essentiellement avec des hausses, respectivement, de 29,3% et de 22,5% des approvisionnements en « sucre brut ou raffiné » et en « maïs ».

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

Groupements d'utilisation	Janv - oct.		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Importations CAF	424 320	345 278	79 042	22,9
Produits finis de consommation	100 600	76 170	24 430	32,1
Voitures de tourisme	14 580	9 518	5 062	53,2
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	11 015	6 333	4 682	73,9
Parties et pièces pour voitures de tourisme	15 922	12 757	3 165	24,8
Produits énergétiques	58 881	41 139	17 742	43,1
Gas-oils et fuel-oils	28 255	19 051	9 204	48,3
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	14 105	9 706	4 399	45,3
Essence de pétrole	3 606	2 033	1 573	77,4
Demi produits	93 206	75 741	17 465	23,1
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	13 401	10 598	2 803	26,4
Ammoniac	5 254	3 321	1 933	58,2
Produits chimiques	9 786	7 957	1 829	23,0

Biens d'équipement	100 688	89 258	11 430	12,8
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	7 017	5 748	1 269	22,1
Fils, câbles et autres conducteurs isolés pour l'électr.	6 788	5 533	1 255	22,7
Bandages et pneumatiques	3 214	2 066	1 148	55,6
Produits bruts	23 163	16 112	7 051	43,8
Soufres bruts et non raffinés	7 539	4 076	3 463	85,0
Huile de soja brute ou raffinée	4 694	3 216	1 478	46,0
Produits alimentaires	47 630	46 858	772	1,6
Sucre brut ou raffiné	4 900	3 790	1 110	29,3
Mais	5 550	4 530	1 020	22,5
Or industriel	152	0	152	-

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Le solde excédentaire de la balance des services a atteint 53,8 milliards, en accroissement de 7,1%, résultat d'une augmentation de 9,6 milliards des exportations, plus importante que celle de 6 milliards des importations.

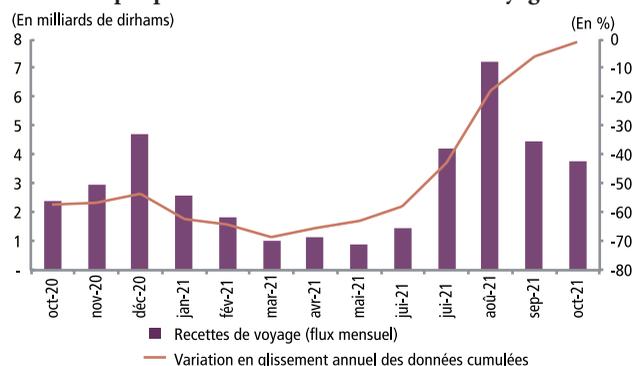
Tableau 2.3 : Evolution de la balance de services (en millions de dirhams)

	Janv.- oct.		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Importations	61 128	55 119	6 009	10,9
Exportations	114 952	105 384	9 568	9,1
Solde	53 824	50 265	3 559	7,1

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, leur baisse continue de s'atténuer, revenant de 17,6% à fin août à 6,1% à fin septembre puis à 0,7% à fin octobre. De même, les dépenses au même titre ont accusé une diminution de 1% à 8,7 milliards de dirhams.

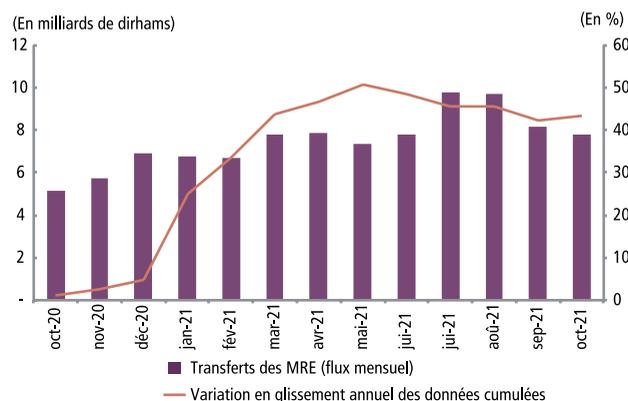
Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage



Source : Office des Changes.

Poursuivant leur bonne performance, les transferts des MRE ont augmenté de 51,6% en octobre comparativement au même mois de l'année précédente. Ils se sont ainsi établis à 79,7 milliards sur les dix premiers mois de l'année, en accroissement de 43,3% par rapport à la même période de 2020.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

S'agissant des principales opérations financières, le flux net des IDE a augmenté de 14,8% pour s'établir à 15,5 milliards, résultat d'une hausse de 2,8 milliards des recettes, plus importante que celle de 784 millions des cessions. Pour ce qui est du flux net des investissements directs des marocains à l'étranger, il a diminué de 9,6% à 3,2 milliards, traduisant des accroissements de 7,7 milliards des dépenses et de 8 milliards des recettes.

A fin octobre 2021, l'encours des avoirs officiels de réserves a atteint 320,7 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 6 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

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

	Janv.- oct.		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	15 471	13 475	1 996	14,8
Recettes	24 887	22 107	2 780	12,6
Dépenses	9 416	8 632	784	9,1
Investissements des marocains à l'étranger	3 233	3 575	-342	-9,6
Dépenses	13 957	6 297	7 660	-
Recettes	10 724	2 722	8 002	-

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2021, les conditions monétaires ont été marquées par une quasi-stabilité du taux de change effectif réel et des taux débiteurs globalement. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son accroissement annuel s'est accéléré de 3,3% à 3,5% tiré par les prêts accordés aux entreprises privées. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve ont progressé de 4,1% et les créances nettes sur l'administration centrale de 10%. Au total, la croissance de la masse monétaire s'est quasiment stabilisée à 7,3%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs sont ressortis en légère hausse de 0,2% au troisième trimestre, recouvrant une augmentation de 1,5% des prix des terrains et des baisses de ceux des biens résidentiels et des biens à usage professionnel de 0,5% et 0,9% respectivement. Pour ce qui est du nombre de transactions, après l'importante hausse de 23,7% enregistrée au deuxième trimestre, il a accusé un repli de 40,9% globalement, de 45,1% pour les ventes de biens résidentiels et de 41,5% de celles des terrains, alors que les acquisitions de biens à usage professionnel ont connu un léger accroissement de 1%.

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

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Traduisant la hausse de la monnaie fiduciaire, le besoin en liquidité des banques s'est accentué au cours du troisième trimestre de 2021 à 83,2 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 66,3 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 97 milliards, dont 41,2 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 28,3 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 27,1 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 384,6 millions sous forme de swap de change. Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la banque est revenue de 63 à 44,4 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur à 1,50%.

Les dernières données disponibles indiquent une atténuation du déficit de la liquidité bancaire à 72,8 milliards en moyenne au cours des mois d'octobre et novembre 2021.

Au niveau du marché primaire des bons du Trésor, les taux sont restés quasi-stables au troisième trimestre pour les maturités courtes et se sont orientés à la hausse pour celles moyennes et longues. Sur le marché secondaire, les taux se sont maintenus quasi inchangés pour les maturités longues et se sont inscrits en hausse pour celles courtes et moyennes. Durant les mois d'octobre et novembre, les taux n'ont pas connu de variations significatives aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

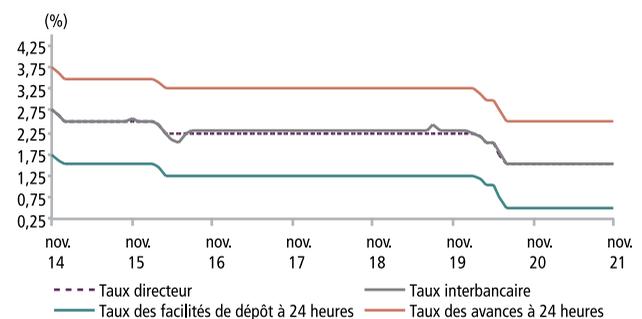
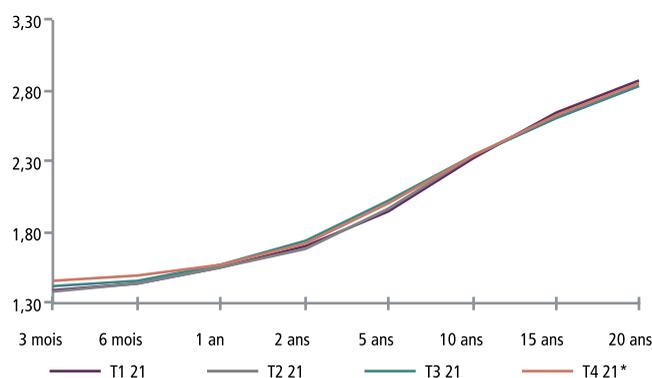


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2020			2021			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4*
52 semaines	2,16	1,68	1,79	1,43	1,42	1,41	1,39
2 ans	2,22	1,83	2,01	1,70	1,69	1,77	1,72
5 ans	2,42	2,10	2,20	1,96	1,96	2,04	2,01
10 ans	2,40	2,39	2,62	2,34	2,32	2,36	2,35
15 ans	2,90	-	2,80	2,64	2,63	2,64	2,64

* Moyenne observée en octobre et novembre.

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



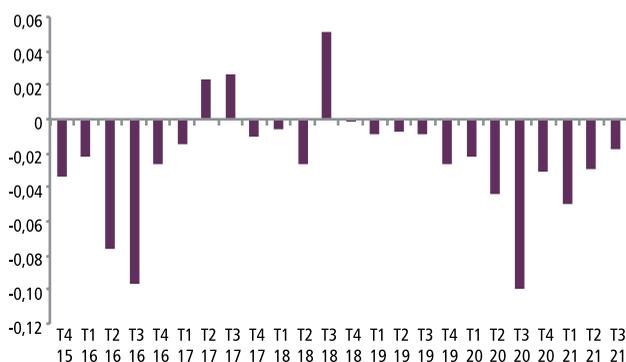
* Moyenne observée en octobre et novembre.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt se sont globalement orientés à la baisse au cours du troisième trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu une hausse trimestrielle de 11 points de base à 2,34% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et un repli de 6 points à 2,57% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques aurait connu un léger recul comparativement au trimestre précédent.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent des baisses mensuelles des taux créditeurs de 22 points de base à 2,13% pour ceux à 6 mois et de 39 points à 2,21% pour ceux à un an.

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

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 troisième trimestre 2021 indiquent une quasi-stabilité du taux moyen global à 4,35%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux particuliers sont restés quasiment inchangés à 5,20%, recouvrant un accroissement de 66 points des taux appliqués aux comptes débiteurs et crédits de trésorerie, une baisse de 13 points de ceux des prêts à la consommation et une stabilité de ceux des crédits à l'habitat. Quant aux taux appliqués aux prêts octroyés aux entreprises, ils ont augmenté de 13 points, traduisant notamment des hausses de 12 points pour les prêts aux grandes entreprises et de 15 points pour ceux aux TPME.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2020			2021		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Taux global	4,55	4,34	4,42	4,45	4,32	4,35
Particuliers	5,14	5,15	4,98	5,19	5,19	5,20
Crédits immobiliers	4,66	4,31	4,33	4,33	4,26	4,24
Crédits à la consommation	6,56	6,46	6,40	6,50	6,64	6,51
Entreprises	4,46	4,16	4,28	4,23	4,04	4,17
Crédits de trésorerie	4,43	3,96	4,09	4,04	3,96	3,95
Crédits à l'équipement	4,18	4,51	4,23	4,49	4,13	4,84
Crédits immobiliers	6,12	5,85	5,84	5,81	5,59	5,71

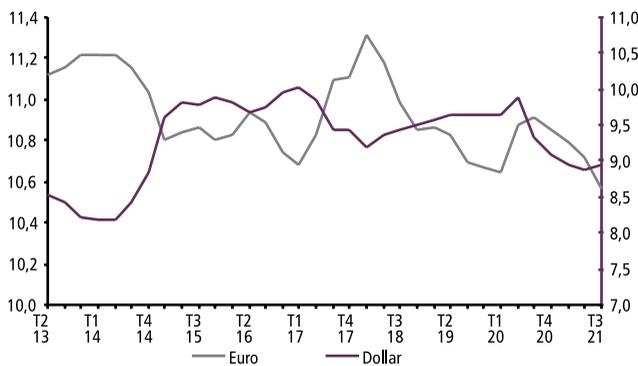
Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2019	2020				2021		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
6 mois	2,68	2,73	2,64	2,50	2,36	2,42	2,23	2,34
12 mois	2,98	3,06	3,02	2,71	2,68	2,77	2,63	2,57

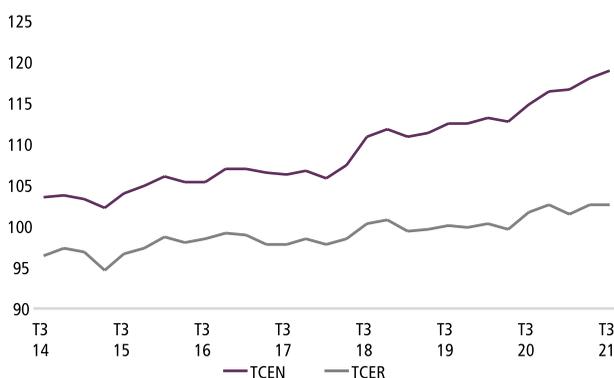
3.1.2 Taux de change

Durant le troisième trimestre 2021, l'euro s'est déprécié de 2,22% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,42% vis-à-vis de l'euro et s'est dépréciée de 0,78% par rapport au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 1,11% par rapport à la livre turque, de 0,66% contre la livre sterling et s'est déprécié de 0,60% face au yuan chinois. Dans ces conditions, le taux de change effectif s'est apprécié de 0,73% en terme nominal et est resté quasi-stable 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 35,7% à 29,7 milliards de dirhams pour les ventes et de

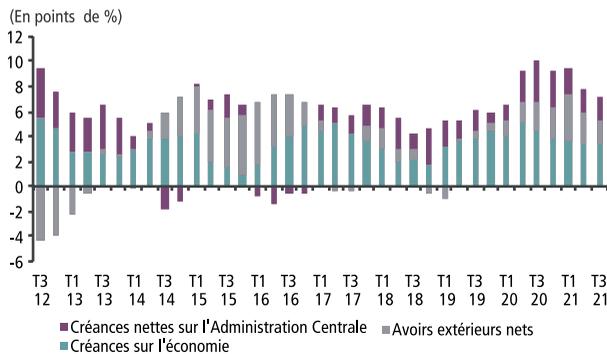
30,4% à 26,6 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont augmenté de 32,5% à 13,6 milliards et les ventes à terme ont baissé de 29,4% à 1,9 milliard. Dans le cadre des opérations des adjudications d'achat en devises, Bank Al-Maghrib a retenu, durant le troisième trimestre, un montant total de 671 millions de dollars, soit l'équivalent de 6 milliards de dirhams. Dans ces conditions, la position de change des banques est ressortie à 3,5 milliards à fin septembre contre -1,9 milliard à fin juin 2021.

3.1.3 Situation monétaire

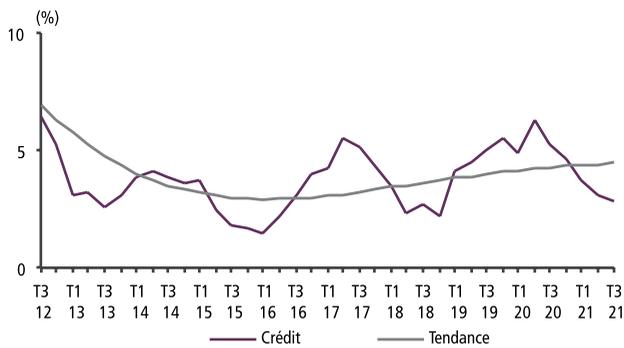
Le rythme d'accroissement de l'agrégat M3 s'est quasiment stabilisé à 7,3% au troisième trimestre. Par principales composantes, les dépôts à terme ont augmenté de 2% après un repli de 2,5%, sous l'effet notamment de l'accélération du rythme de progression des dépôts des agents financiers de 59,4% à 69,3% et de la hausse de ceux du secteur public de 73,2% après une baisse de 9,1% un trimestre auparavant. Pour leur part, les dépôts en devises et les titres des OPCVM monétaires se sont accrus respectivement de 20,1% et de 30,3% après 2,6% et 25,2% au deuxième trimestre. Quant aux dépôts à vue, leur accroissement est revenu de 9,2% à 8,4%, reflétant la décélération de la croissance des dépôts des ménages de 8,6% à 7,2% et de ceux du secteur public de 41,6% à 24,4%. Dans le même temps, la monnaie fiduciaire a enregistré une augmentation de 4,7% après celle de 6,4% au deuxième trimestre.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre des décélérations de la progression de 4,8% à 4,1% pour les avoirs officiels de réserve, de 11% à 10% pour les créances nettes sur l'administration centrale et de 3% à 2,8% pour le crédit bancaire.

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



Graphique 3.7 : Variation en glissement annuel du crédit



Concernant en particulier le crédit au secteur non financier, son accroissement annuel est passé de 3,3% au deuxième trimestre à 3,5% au troisième trimestre, recouvrant une accélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées, une atténuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques et un ralentissement de la croissance des crédits aux ménages.

Ainsi, l'encours du crédit aux entreprises privées a augmenté de 2,9% après 2,7% le trimestre précédent, résultat notamment de l'accélération de la croissance des facilités de trésorerie de 7,1% à 8,6% et de l'atténuation de la baisse des prêts à l'équipement de 4,1% à 2,6%.

S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, ils ont connu une diminution de 6,3% après celle de 9,1%, avec notamment une accentuation de la baisse des prêts à l'équipement de 14,2% à 15,1%

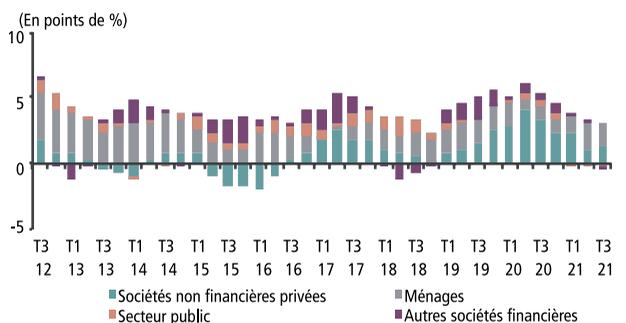
et un repli des facilités de trésorerie de 1,4% après une hausse de 12,2% au deuxième trimestre.

Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont marqué une baisse de 1,4% après une augmentation de 5%, avec une décélération de la croissance des facilités de trésorerie de 20,2% à 2,9% et une accentuation du recul des crédits destinés à la promotion immobilière de 17% à 18,2%.

Quant aux prêts aux particuliers, leur taux de progression est resté quasiment inchangé à 6,4%, avec un accroissement des prêts à la consommation de 1,8% après une stagnation au deuxième trimestre et un ralentissement de la hausse des crédits à l'habitat de 7,7% à 6,5%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de septembre 2021 indiquent une accélération du rythme de progression de 1,1% à 1,5% des crédits accordés au secteur du « commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et une amélioration de 4,9% contre une diminution de 0,3% pour ceux destinés aux entreprises du « transport et de communication ». En revanche, les rythmes de progression des concours aux « industries alimentaires et du tabac », et aux « industries textiles, de l'habillement et du cuir » ont décéléré de 9% à 7,7% et de 13,9% à 9,9% respectivement. Quant aux crédits au secteur du « bâtiment et travaux publics », ils ont enregistré un repli de 4,5% après une hausse de 4,6%.

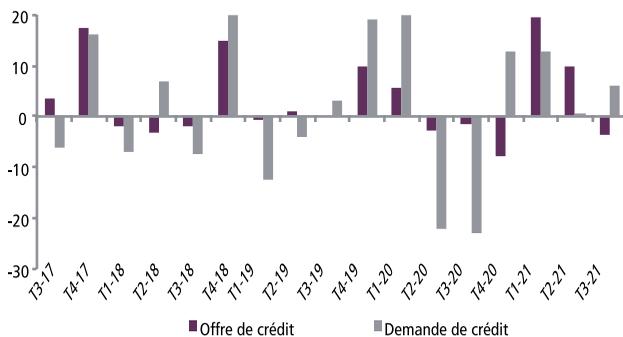
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 7,9% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,7% contre 8,6% au deuxième trimestre. Elles se sont accrues de 7,3% pour les entreprises non financières privées et de 8,9% pour les ménages avec des ratio à l'encours du crédit de 11,7% et de 9,9% respectivement.

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



Source : BAM

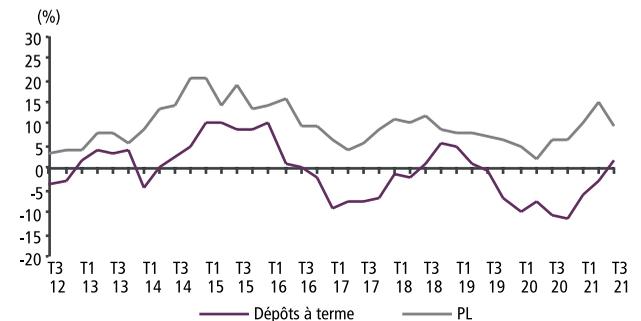
Concernant les prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 1,8% au troisième trimestre après 0,6% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre notamment une atténuation de la baisse des crédits distribués par les banques off-shores de 26,7% à 11,1% et une décélération de la progression de ceux accordés par les sociétés de financement de 3,7% à 2,6%.

Les dernières données disponibles indiquent un ralentissement de la croissance du crédit bancaire à 3,1% en octobre, traduisant une accentuation de la baisse des prêts accordés aux autres sociétés financières à 3,4%, alors que la hausse des prêts destinés au secteur non financier s'est accélérée à 4,1%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur taux d'accroissement annuel est revenu de 15% au deuxième trimestre à 9,4% au troisième trimestre 2021. Cette évolution reflète des décélérations de la progression de 11,3% à 4,7% pour les bons du

Trésor, de 12,2% à 6,5% pour les titres des OPCVM obligataires et une accélération de 57,4% à 60% de celle des titres des OPCVM actions et diversifiés.

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



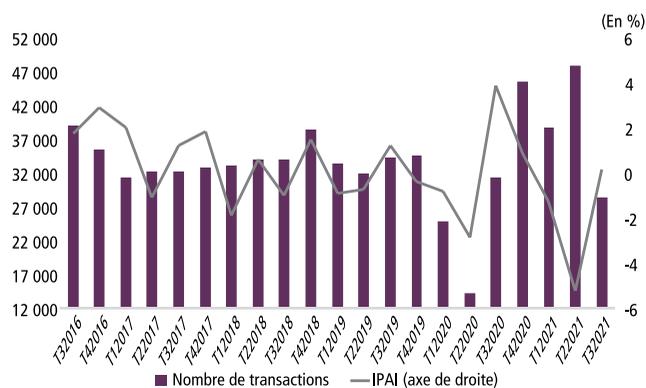
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Après une baisse de 5,2% au deuxième trimestre 2021, l'indice des prix des actifs immobiliers est ressorti en légère hausse de 0,2% au troisième trimestre. Cette évolution recouvre une augmentation des prix des terrains de 1,5% et des baisses de ceux des biens résidentiels et des actifs à usage professionnel de 0,5% et 0,9% respectivement. Pour ce qui est du nombre de transactions, après l'importante hausse de 23,7% enregistrée au deuxième trimestre, il a diminué de 40,9%. Ce repli résulte des baisses de 45,1% des transactions portant sur les biens résidentiels et de 41,5% de celles des terrains, alors que les ventes des actifs à usage professionnel ont connu une légère hausse de 1%.

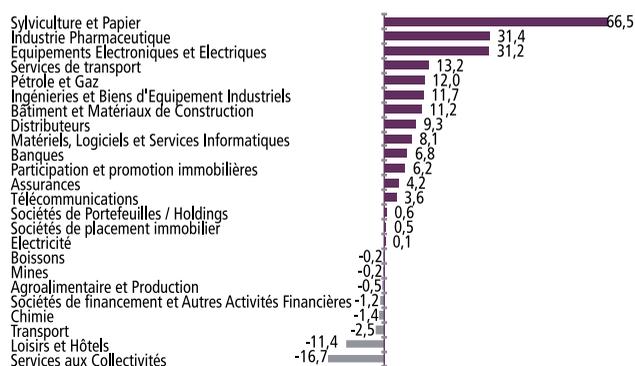
Au niveau des principales villes, hormis Marrakech, Agadir et Oujda où les prix ont augmenté respectivement de 3,3%, 0,9% et 0,8%, l'ensemble des principales villes, ont affiché des baisses de prix avec des taux allant de 0,2% à Kénitra à 1,8% à Rabat. S'agissant du nombre de transactions, l'ensemble des principales villes ont enregistré des baisses, avec des taux atteignant notamment 54,2% à Marrakech, 46% à Casablanca et 45,7% à Meknès.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

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



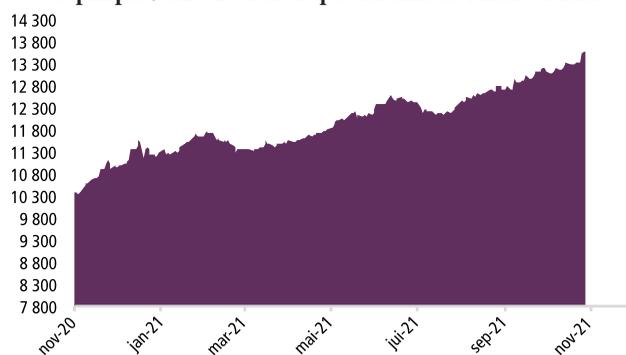
Source : Bourse de Casablanca

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

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

Graphique 3.12 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des transactions, il s'est établi à 16,1 milliards contre 17,5 milliards de dirhams au cours du deuxième trimestre 2021. Par compartiment, le chiffre d'affaires s'est établi à 7,8 milliards après 13,4 milliards sur le marché central actions et est passé de 1,7 milliard à 6,4 milliards sur le marché de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 6,2% à 677,3 milliards de dirhams.

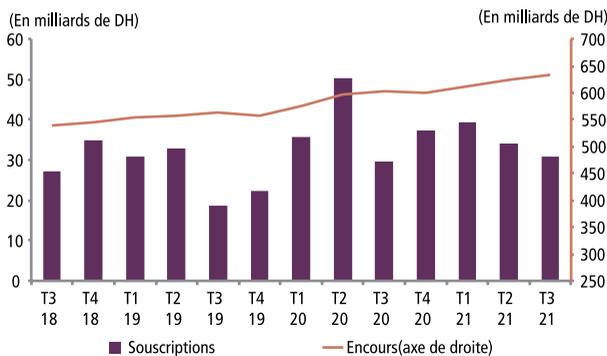
Les données les plus récentes indiquent qu'après avoir augmenté de 2,8% en octobre, le MASI a enregistré une baisse de 3,5% en novembre, ramenant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 15,9%. Cette évolution trouve son origine notamment dans la dépréciation des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 7,7%, des banques de 3,3% et des télécommunications de 2,3%. En revanche, ceux des « sociétés de financement et autres activités financières » et du « pétrole et gaz » ont augmenté respectivement de 4,7% et 0,5%. Concernant le volume global des échanges, il s'est établi à 2,9 milliards en novembre après 3,7 milliards en octobre. La capitalisation boursière s'est établie à 674,7 milliards à fin novembre, en hausse de 15,3% depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Durant le troisième trimestre 2021, les levées du Trésor sur le marché intérieur se sont établies à 30,8 milliards de dirhams, en baisse trimestrielle de 9,6%. Elles ont porté à hauteur de 62% sur des maturités moyennes, de 24% sur des maturités courtes et de 14% sur celles longues.

En octobre 2021, les émissions du Trésor se sont élevées à 14,2 milliards de dirhams et ont porté pour 73% sur des maturités moyennes et de 25% sur celles longues. Tenant compte des remboursements, d'un montant de 15,4 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor a atteint 633,2 milliards, en accroissement de 5,4% par rapport à fin décembre 2020.

Graphique 3.14 : Evolution des bons du Trésor



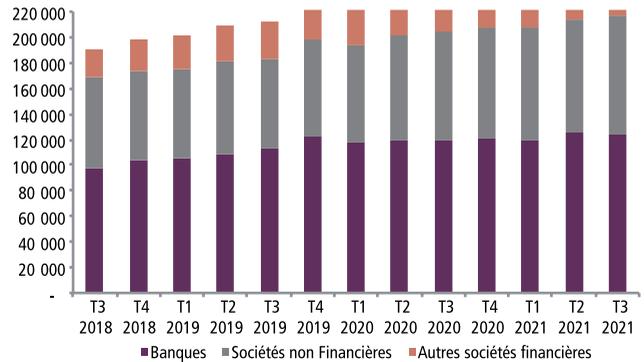
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont établies à 14,5 milliards de dirhams au troisième trimestre, en baisse trimestrielle de 31,3%. Les levées des banques ont atteint 4,2 milliards contre 15,5 milliards le trimestre précédent et celles des entreprises non financières 6,2 milliards après 2,9 milliards.

Au cours du mois d'octobre, les émissions de dette privée se sont établies à 3,7 milliards, portant ainsi son encours à 251,8 milliards, en hausse de 4,3% depuis le début de l'année.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

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

Les données du mois de novembre² indiquent une hausse, depuis le début de l'année, de l'actif net des OPCVM de 16,3% à 608,7 milliards de dirhams. Cette évolution traduit des progressions pour la quasi-majorité des fonds avec des taux variants de 5,1% pour les obligataires à moyen et long terme à 100,3% pour les fonds diversifiés.

² Données arrêtées au 19 novembre.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Les données des finances publiques relatives aux onze premiers mois de l'année font ressortir une exécution budgétaire globalement en ligne avec la programmation de la loi de finances. Le déficit budgétaire, hors produit de cessions des participations de l'Etat, ressort à 68,8 milliards, en creusement de 9 milliards d'une année à l'autre, tenant compte de la baisse de 6,4 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor, incorporant le solde négatif de 5,3 milliards du Fonds spécial de la gestion de la pandémie de la Covid-19. Les dépenses ordinaires se sont alourdies de 9,5% à 253,8 milliards, traduisant essentiellement des progressions de 6,9% des dépenses de biens et services, de 44,5% de la charge de compensation et de 20,9% des transferts aux Collectivités Territoriales. Parallèlement, les recettes ordinaires se sont accrues de 11,1%, reflétant un accroissement de 11,6% des rentrées fiscales et une amélioration de 5,4% de celles non fiscales. Le solde ordinaire ressort ainsi déficitaire à 12,2 milliards, au lieu de 14,4 milliards un an auparavant. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 8,6%, avec un taux d'exécution de 89,2%, portant ainsi les dépenses globales à 314,5 milliards, en alourdissement de 9,3%.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 12,1 milliards, le déficit de caisse hors produit de cessions des participations de l'Etat s'est établi à 80,9 milliards, au lieu de 61,1 milliards à la même période en 2020. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 69,4 milliards, par un flux net extérieur positif de 6,1 milliards et par des recettes de cessions des participations de l'Etat de 5,4 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 5,7% par rapport à son niveau à fin décembre 2020. Quant aux conditions de financement du Trésor, elles ressortent favorables comme en témoigne la baisse des taux moyens pondérés des titres émis par adjudication.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des onze premiers mois de 2021, les recettes ordinaires, hors produit de cessions des participations de l'Etat, ont progressé de 11,1% à 241,6 milliards, comparativement à la même période en 2020. Cette évolution reflète des augmentations de 11,6% à 217,4 milliards des rentrées fiscales, réalisées à hauteur de 98,1% par rapport à la loi de finances 2021, et de 5,4% à 20,7 milliards de celles non fiscales. L'évolution favorable du produit fiscal concerne les principales catégories à l'exception de l'IS.

S'agissant des recettes des impôts directs, réalisées à hauteur de 97,5% par rapport à la loi de finances, elles affichent une baisse de 0,9% à 78,1 milliards, résultat principalement du recul de 7,6% à 35,9 milliards des rentrées de l'IS, en liaison notamment avec la contraction de l'activité économique en 2020, ainsi que de la non affectation en 2021 au budget général des recettes au titre de la contribution sociale de solidarité sur les bénéfices et les revenus. En revanche, les

recettes de l'IR ont enregistré une hausse de 11,3% à 40,7 milliards, avec un taux de réalisation de 102,3%, reflétant particulièrement des progressions de 76,1% à 3,9 milliards de l'IR sur les profits immobiliers et de 9,2% à 8,9 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel. L'amélioration de l'IR s'explique également par les deux opérations de régularisation spontanée de la situation fiscale des contribuables qui ont rapporté 836 millions de dirhams.

Du côté des recettes des impôts indirects, elles se sont améliorées de 19,3% à 114,6 milliards, reflétant essentiellement des accroissements de 20,9% à 86,8 milliards des rentrées de la TVA et de 14,7% à 27,8 milliards de celles de la TIC. Celles-ci reflètent notamment des augmentations de 15,4% à 14,7 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 11,7% à 10,9 milliards de celle sur les tabacs. L'amélioration de la TVA découle des hausses de 24,6% à 54,7 milliards des rentrées de la TVA à l'importation

et de 15,1% à 32,1 milliards de celles de la TVA à l'intérieur, sous l'effet principalement du redressement de la consommation des ménages.

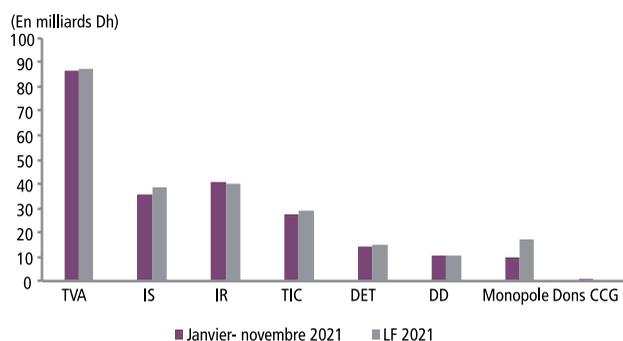
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)*

	Janv. nov. 2020	Janv. nov. 2021	Var en %	LF 2021	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	217,4	241,6	11,1	259,0	93,3
Recettes fiscales	194,9	217,4	11,6	221,7	98,1
- Impôts directs	78,8	78,1	-0,9	80,1	97,5
Dont I.S	38,8	35,9	-7,6	38,2	93,9
I.R	36,6	40,7	11,3	39,8	102,3
- Impôts indirects	96,0	114,6	19,3	116,1	98,7
TVA*	71,8	86,8	20,9	87,0	99,7
TIC	24,2	27,8	14,7	29,1	95,6
- Droits de douane	8,4	10,6	26,1	10,8	98,8
- Enregistrement & timbre	11,7	14,2	21,3	14,7	96,2
Recettes non fiscales	19,7	20,7	5,4	34,0	60,9
- Monopoles et participations	8,5	9,8	15,3	17,1	57,2
- Autres recettes	11,2	10,9	-2,1	16,9	64,6
dont Dons CCG	0,1	0,2	83,5	0,0	
Recettes des CST	2,8	3,4	20,6	3,3	102,8

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

De même, les rentrées des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues, respectivement, de 26,1% à 10,6 milliards et de 21,3% à 14,2 milliards.

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



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

Note :

-TVA : Taxe sur la valeur ajoutée

- IR : Impôt sur le revenu

- DET : Droits d'enregistrement et de timbre

- IS : Impôt sur les sociétés

-TIC : Taxe intérieure de consommation

- DD : Droits de douane

Quant aux recettes non fiscales, elles ont progressé de 5,4% à 20,7 milliards de dirhams, marqué principalement par les encaissements de 3,3 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques, contre 150 millions un an auparavant, et de 9,8 milliards des recettes de monopoles et participations au lieu de 8,5 milliards à fin novembre 2020. Ces dernières proviennent principalement de l'OCP pour un montant de 4,1 milliards, de l'ANCFCC pour 3 milliards, de Bank Al-Maghrib à hauteur de 954 millions et de Maroc Télécom pour 659 millions de dirhams.

4.2 Dépenses

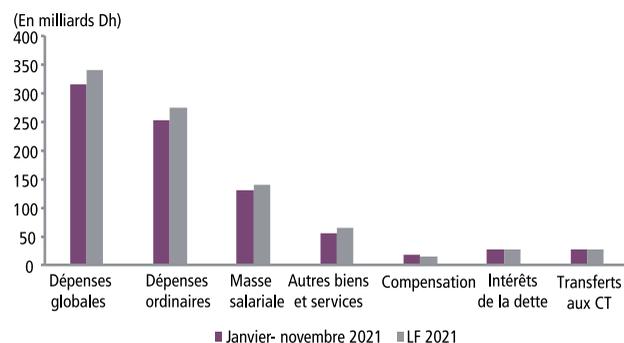
Les dépenses globales ont atteint 314,5 milliards à fin novembre 2021, en accroissement de 9,3%, traduisant des augmentations de 9,5% à 253,8 milliards des dépenses ordinaires et de 8,6% à 60,8 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 183,1 milliards, en hausse de 6,9% comparativement à la même période en 2020, reflétant des alourdissements de 6,1% à 128,9 milliards de la masse salariale et de 9% à 54,2 milliards des dépenses des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte notamment d'une hausse de 14,6% à 27,5 milliards des transferts au profit des établissements et entreprises publics et d'une baisse de 30,3% à 5,3 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale, qui prend en considération l'impact des mesures de la 3ème tranche d'augmentation décidée dans le cadre du dialogue social, incorpore des augmentations de 2,8% de la composante structurelle et de 103,6% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

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

	Janv. nov. 2020	Janv. nov. 2021	Var en %	LF 2021	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	287,7	314,5	9,3	341,1	92,2
Dépenses ordinaires	231,8	253,8	9,5	273,0	92,9
Biens et services	171,2	183,1	6,9	205,7	89,0
Personnel	121,5	128,9	6,1	139,9	92,1
Autres biens et services	49,8	54,2	9,0	65,9	82,4
Intérêts de la dette	26,2	26,0	-0,5	27,7	94,1
Compensation	12,9	18,6	44,5	13,6	137,2
Transferts aux CT	21,5	26,0	20,9	26,1	99,7
Investissement	55,9	60,7	8,6	68,1	89,2

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

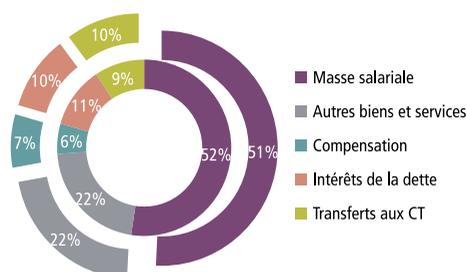
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêt de la dette, elles se sont établies à 26 milliards, en baisse de 0,5% par rapport à fin novembre 2020, recouvrant un accroissement de 4% à 3,8 milliards de celles relatives à la dette extérieure et une diminution de 1,2% à 22,3 milliards pour la dette intérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



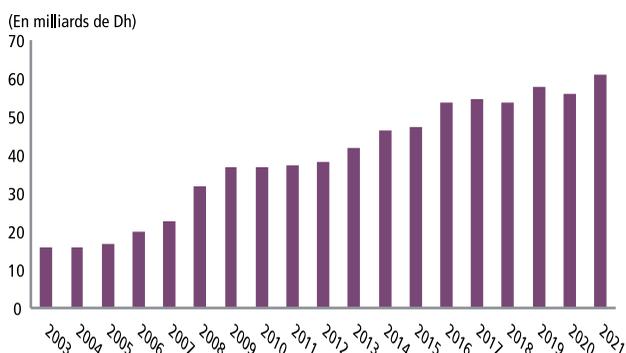
Anneau intérieur : Janvier-Novembre 2020
Anneau extérieur : Janvier-Novembre 2021

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

Pour sa part, la charge de compensation a bondi de 44,5% à 18,6 milliards, correspondant à un taux d'exécution de 137,2%, sous l'effet principalement d'une appréciation de 70,5% du cours moyen du gaz butane à 626,9 dollars la tonne.

Pour ce qui est des dépenses d'investissement, elles ont progressé de 8,6% à 60,8 milliards, représentant 89,2% des prévisions de la loi de finances. Le flux mensuel de novembre ressort en accroissement de 54,6% comparativement à celui du même mois en 202.

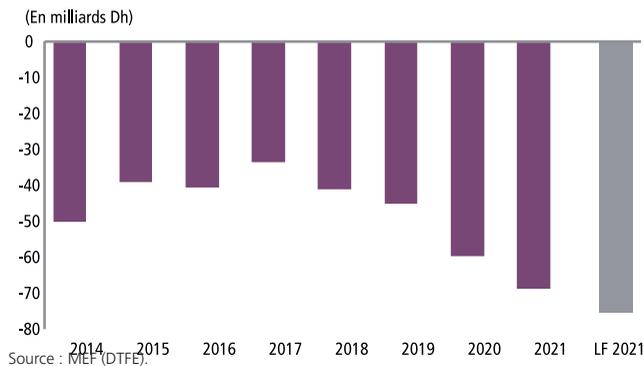
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin novembre



Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que de la baisse du solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 6,4 milliards à 4,2 milliards, sous l'effet notamment du solde négatif de 5,3 milliards du Fonds spécial de la gestion de la pandémie de la Covid-19, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit, hors produit de cessions des participations de l'Etat, de 68,8 milliards, contre 59,7 milliards un an auparavant. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 12,1 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 80,9 milliards, au lieu de 61,1 milliards à la même période en 2020.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin novembre


Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 69,4 milliards, dont une hausse des dépôts au Trésor de 12,3 milliards, par des recettes des cessions des participations de l'Etat de 5,4 milliards et par un flux net extérieur positif de 6,1 milliards. Les tirages extérieurs bruts ont atteint 15,6 milliards, dont 7,6 milliards proviennent de la Banque mondiale.

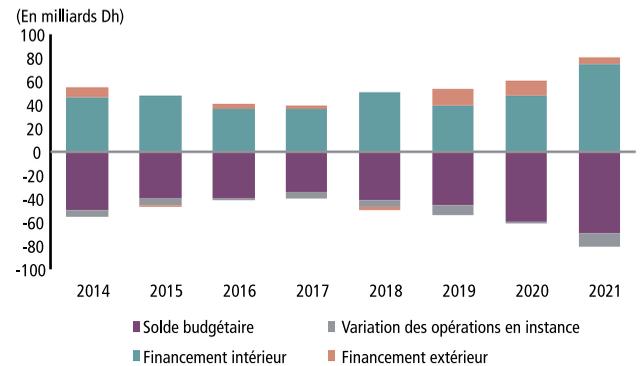
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Janv.-nov. 2020	Janv.-nov. 2021	LF 2021
Solde ordinaire	-14,4	-12,2	-14,0
Solde des CST	10,6	4,2	7,0
Fonds Covid-19	8,3	-5,3	
Solde primaire	-33,6	-42,7	-47,5
Solde budgétaire	-59,7	-68,8	-75,1
Variation des opérations en instance	-1,4	-12,1	
Besoin de financement	-61,1	-80,9	-75,1
Financement intérieur	47,7	69,4	36,8
Financement extérieur	13,4	6,1	34,4
Produit de cession de participations de l'Etat	0,0	5,4	4,0

Source : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 40,9 milliards, contre 58,4 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes les plus importantes ont porté notamment sur les bons à 2 ans à hauteur de 17,8 milliards, les bons à 10 ans pour 11,4 milliards, les bons à 5 ans pour 10,3 milliards et ceux à 20 ans pour

6 milliards. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné principalement les bons à 26 semaines, à 15 ans et à 13 semaines pour des montants respectifs de 5,8 milliards, de 2,3 milliards et de 1,2 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin novembre *


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

Source : MEF (DTFE).

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles sont restées favorables sur les onze premiers mois de l'année, comme en témoigne la baisse des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2020. Les taux ont ainsi reculé de 53 pdb à 1,54% pour les maturités à 52 semaines, de 46 pdb à 3,29% pour celles à 30 ans, et de 39 pdb pour celles à 13 semaines et 2 ans à 1,36% et à 1,72%, respectivement. Des replis ont été enregistrés également pour les maturités à 26 semaines avec 31 pdb à 1,42%, pour celles à 15 ans avec 28 pdb à 2,64% et pour celles à 5 ans avec 27 pdb à 1,99%.

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

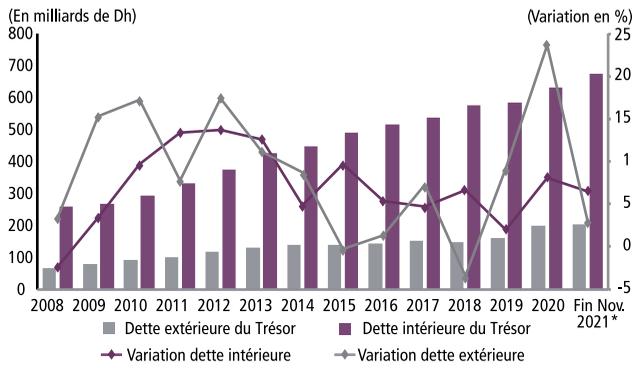
	2016	2017	2018	2019	2020	Fin nov. 2021*
Dette extérieure du Trésor	142,8	153,2	148,0	161,6	199,7	205,8
Var en %	1,4	7,3	-3,4	9,2	23,6	3,0
Dette intérieure du Trésor	514,7	539,1	574,6	585,7	632,9	674,2
Var en %	5,4	4,8	6,6	1,9	8,1	6,5
Encours de la dette directe	657,5	692,3	722,6	747,2	832,6	880,0
Var en %	4,5	5,3	4,4	3,4	11,4	5,7

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

Source : MEF (DTFE).

Dans ces conditions, les estimations de la dette directe basées sur les flux de financement font ressortir une progression de 5,7% de son encours, avec des augmentations de 6,5% de sa composante intérieure et de 3% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : MEF (DTFE), * Estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2021, l'activité économique a marqué un rebond, porté à la fois par la croissance des secteurs non agricoles et la très bonne campagne agricole après deux années de sécheresse. Le PIB a en effet connu une expansion de 15,2% globalement, de 14,8% pour les activités non agricoles et de 18,6% pour l'agriculture. Du côté de la demande, cette évolution recouvre une contribution positive de 18,2 points de pourcentage de sa composante intérieure et une participation négative de 3 points de celle extérieure.

Au second semestre, la reprise des activités non agricoles se serait poursuivie mais à un rythme plus lent, soit 3,9%, à la faveur notamment des avancées réalisées en matière de vaccination et de l'allègement des restrictions sanitaires, tandis que la valeur ajoutée agricole aurait continué son augmentation, avec un taux de 18,1%. Au total, le PIB se serait accru en moyenne de 5,4%, après une baisse de 5,9%.

Sur l'ensemble de l'année, la croissance de l'économie nationale avoisinerait ainsi 6,7% après une contraction de 6,3%, le PIB revenant ainsi quasiment à son niveau d'avant crise.

Cette amélioration de l'activité est également perceptible au niveau du marché de travail. La situation s'est en effet nettement améliorée entre le troisième trimestre 2021 et la même période de 2020, avec une création de 642 mille postes dont près de la moitié dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 607 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a marqué une nouvelle hausse, passant de 43,5% à 45,1%, et le taux de chômage a diminué, revenant de 12,7% à 11,8% au niveau national, de 16,5% à 16% en milieu urbain et de 6,8% à 5,2% en zones rurales.

5.1 Demande intérieure

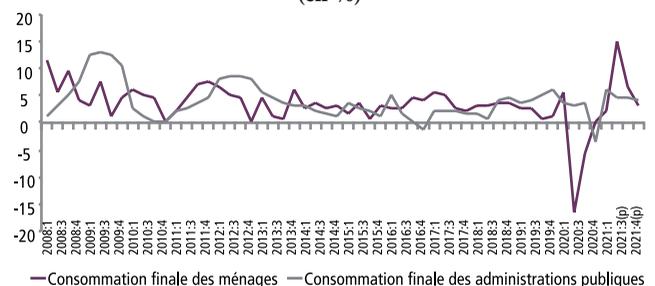
5.1.1 Consommation

Les données des comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre de 2021 font ressortir une nette amélioration de la consommation finale des ménages de 15,2% au lieu de 2,4% au trimestre précédent. Sa contribution positive à la croissance s'est ainsi établie à 8,5 points de pourcentage au lieu de 1,5 point un trimestre auparavant.

En termes de perspectives, les indicateurs disponibles laissent présager une progression de la consommation des ménages de l'ordre de 5% au second semestre grâce à l'amélioration des revenus aussi bien agricoles que non agricoles. Plusieurs indicateurs corroborent cette évolution. Il s'agit notamment de la hausse exceptionnelle des transferts des MRE, de l'augmentation des crédits à la consommation, de la poursuite du redressement des recettes de TVA et de l'amélioration de l'indice de confiance des ménages à 65,5 points.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, les réalisations au titre du deuxième trimestre font ressortir une hausse de 4,8% après celle de 6,2% un trimestre auparavant, contribuant ainsi à la croissance à hauteur de 1,1 point de pourcentage après 1,3 point. Pour le deuxième semestre, elle aurait évolué à un rythme autour de 4,3%, comme le laisse indiquer la hausse des dépenses au titre des biens et services observée au niveau de la situation des charges et ressources du Trésor à fin octobre.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

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

Les prévisions au titre du second semestre tablent sur une progression de 13,4% comme le laisse présager la hausse sensible des importations de biens d'équipement et de l'investissement du Trésor à fin octobre.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre de 2021, les exportations de biens et services en volume se sont redressées de 25,6% en glissement annuel, après les baisses successives enregistrées depuis le premier trimestre de 2020. Pour leur part, les importations en volume se sont accrues de 27,2% après un repli de 2,5% au premier trimestre de l'année. Les exportations nettes ont ainsi dégagé une contribution négative à la croissance de 3 points de pourcentage au lieu de -2,8 points un trimestre auparavant.

Les projections pour le second semestre de 2021 tablent sur la poursuite de l'amélioration des échanges extérieurs. En effet, les exportations en volume auraient affiché un accroissement autour de 24%, comme en attestent les fortes hausses des ventes de phosphates et dérivés à fin octobre ainsi que la poursuite de la dynamique observée des autres secteurs. S'agissant des importations, elles se seraient améliorées de 25%, en liaison avec la progression notable des importations des produits énergétiques et des biens d'équipement.

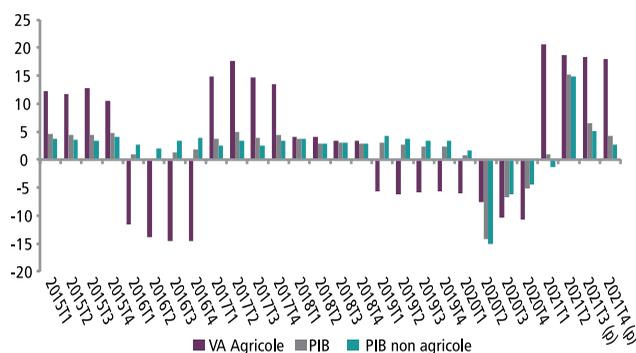
5.3 Offre globale

A la faveur d'un effet de base important et d'une très bonne campagne agricole, le PIB a marqué un rebond de 15,2% au deuxième trimestre 2021, après une chute de 14,2% à la même période un an auparavant, reflétant une expansion de 14,8% de la valeur ajoutée

non agricole et de 18,6% de celle agricole.

Au second semestre, la reprise de l'activité se serait poursuivie avec des rythmes toutefois moins rapides que celle du deuxième trimestre. Le PIB aurait progressé en moyenne de 5,4% après un recul de 5,9% un an auparavant. Par composantes du PIB, la valeur ajoutée agricole se serait améliorée de 18,1%, alors que celle non agricole aurait augmenté de 3,9%, bénéficiant notamment des avancées enregistrées en matière de vaccination et de l'allègement des restrictions sanitaires.

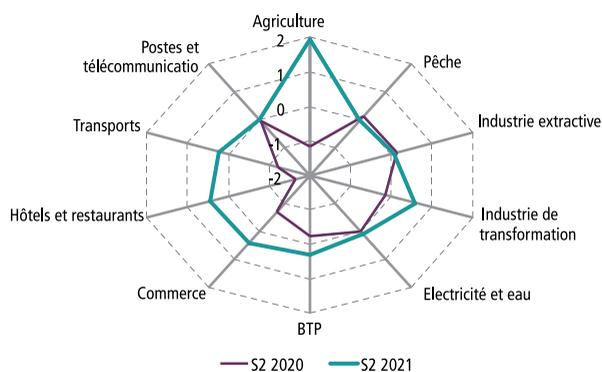
Graphique 5.2 : PIB par composantes (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, la valeur ajoutée aurait connu une hausse moyenne de 4% au second semestre au lieu d'une diminution de 0,9% un an auparavant. Par branche, elle se serait accrue de 3,7% pour les industries de transformation, de 5,5% pour le BTP, de 3,7% pour la branche « Electricité et eau » et aurait ralenti à 3,2% pour les industries extractives.

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, leur valeur ajoutée aurait enregistré un accroissement de 3,9% en moyenne au second semestre après une baisse de 7,5% à la même période de l'année précédente. Cette amélioration aurait concerné l'ensemble des branches, notamment celles affectées par la pandémie en 2020 comme les services de transport, le commerce, ainsi que l'hôtellerie et la restauration qui ont bénéficié de la réouverture des frontières et de l'opération Marhaba 2021.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le troisième trimestre de 2020 et la même période de 2021, le marché du travail a enregistré une augmentation de 5,2% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12,3 millions de personnes globalement, de 5,5% en milieu urbain et de 4,8% dans les campagnes.

Tenant compte de l'évolution de la population en âge d'activité, le taux d'activité a de nouveau progressé, passant de 43,5% à 45,1%. Cette évolution reflète un accroissement de 1,4 point à 42,4% dans les villes et de 2,3 points à 50,3% en zones rurales.

En parallèle, l'économie a créé 642 mille emplois contre une perte de 581 mille un an auparavant, portant la population active occupée à 10,8 millions de personnes, en hausse de 6,3%. La hausse de l'emploi a concerné l'ensemble des secteurs, avec une augmentation de 306 mille postes dans les services, de 190 mille dans l'agriculture, de 92 mille dans le BTP et de 54 mille dans l'industrie y compris l'artisanat.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a marqué une baisse de 2,4% à 1,4 million de personnes, et le taux de chômage a reculé, revenant de 12,7% à 11,8% au

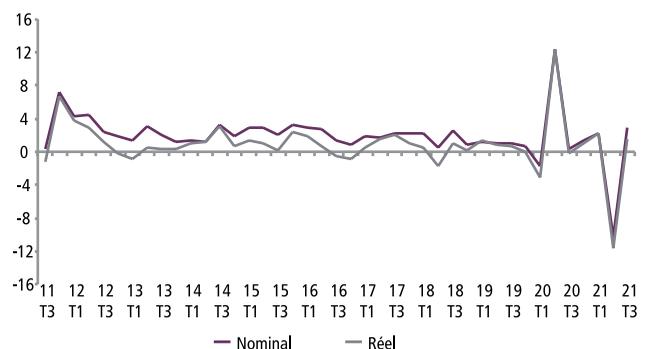
niveau national, de 16,5% à 16% dans les villes et de 6,8% à 5,2% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a diminué de 1,3 point à 31% globalement et de 1,5 point à 45,2% dans les villes. Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est revenu de 11,6% à 9,5%, recouvrant une régression de 10,5% à 8,6% dans les villes et de 13,3% à 10,8% dans les campagnes.

5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, aurait accusé une nouvelle baisse de 1,2% au troisième trimestre 2021 après celle de 1,7% à la même période une année auparavant. Cette évolution traduirait des augmentations de 5,1% de la valeur ajoutée et de 6,3% des effectifs employés.

Parallèlement, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré une amélioration de 2,8% en termes nominaux au troisième trimestre, après une hausse de 0,4% à la même période une année auparavant et de 1,5% en termes réels au lieu d'un repli de 0,3%.

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



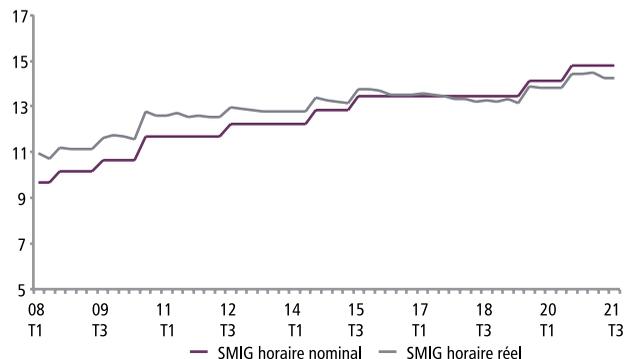
Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est maintenu en termes nominaux à 14,81 dirhams au troisième trimestre 2021.

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

Tenant compte d'une hausse de 1,4% de l'indice des prix à la consommation, il aurait accusé une baisse de 1,3% en termes réels en glissement annuel.

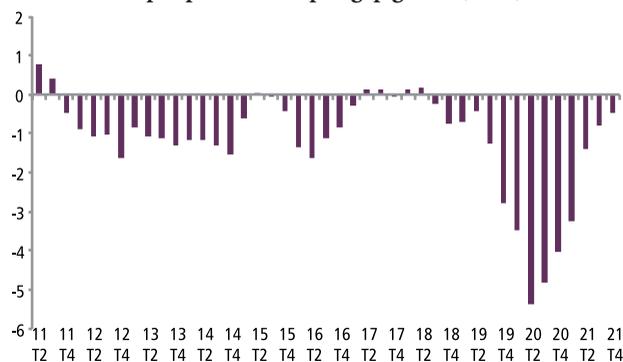
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Dans ces conditions, l'output-gap se serait atténué au deuxième semestre 2021 tout en restant négatif.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T3 2020	T3 2021	
Taux d'activité (en %)	43,5	45,1	
Urbain	41	42,4	
Rural	48	50,3	
Taux de chômage (en %)	12,7	11,8	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	32,3	31	
Urbain	16,5	16	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	46,7	45,2	
Rural	6,8	5,2	
Créations d'emplois (en milliers)	-581	642	
Urbain	-238	368	
Rural	-344	274	
Secteurs			
- Agriculture, forêt et pêche	-258	190	
- Industrie y compris l'artisanat	-61	54	
- BTP	1	92	
- Services	-260	306	
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	-1,7	-1,2	
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	0,4	2,8
	Réel	-0,3	1,5

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions communiquées lors du RPM d'octobre dernier, l'inflation s'est établie à 1,4% au troisième trimestre 2021. Elle s'est accélérée par la suite à 1,7% en octobre, portant sa moyenne au titre des dix premiers mois de l'année à 1,1%. Cette évolution reflète dans une large mesure la hausse sensible de sa composante sous-jacente, dans un contexte marqué par l'accentuation des pressions inflationnistes d'origine externe, émanant en particulier de la flambée des cours internationaux des matières premières notamment alimentaires et des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de production de certains biens au niveau international. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants continuent de progresser à un rythme élevé, soit 21,2% en octobre au lieu de 14,3% en moyenne au troisième trimestre, contribuant dans une moindre mesure à l'accélération de l'inflation. En revanche, la poursuite du repli, en comparaison annuelle, des prix des produits alimentaires à prix volatils et le ralentissement du rythme d'accroissement des tarifs réglementés contribuent à maintenir l'inflation à un niveau modéré.

Au cours des prochains mois, les prix devraient continuer à subir les pressions d'origine externe, l'inflation devant s'établir à 2,4% au quatrième trimestre 2021, portée par sa composante sous-jacente qui ressortirait autour de 3,2%.

6.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie à 1,4% en moyenne au troisième trimestre, l'inflation est passée à 1,7% en octobre, portant sa moyenne sur les dix premiers mois de l'année à 1,1%. L'essentiel de cette accélération est attribuable à sa composante sous-jacente qui a atteint 3,1% après 2%, dans un contexte marqué par la hausse des pressions inflationnistes d'origine externe. Les prix des carburants et lubrifiants continuent, quant à eux, de progresser à un rythme élevé, pâtissant, outre l'effet de base, du renchérissement des produits pétroliers au niveau international. En revanche, le repli des prix des produits alimentaires à prix volatils s'est accentué tandis que les tarifs réglementés ont vu leur rythme de progression ralentir traduisant notamment la baisse des tarifs du « transport routier de passagers » en octobre.

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

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont enregistré une hausse mensuelle de 3,9% en octobre, tirée par le renchérissement de 7,1% des « volaille et lapin », de 5,9% des « légumes frais » et de 4,3% des « œufs ». Ils restent toutefois, inférieurs de 4,6% à leur niveau observé une année auparavant. Par conséquent,

ils continuent de contribuer négativement à l'inflation, à hauteur de -0,6 point de pourcentage en octobre contre -0,2 point en moyenne au cours du trimestre précédent.

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

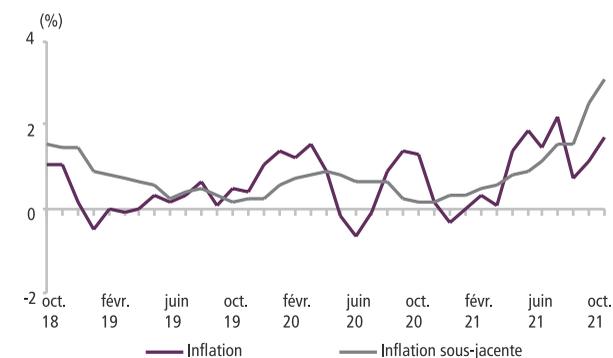
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 21	sept. 21	oct. 21	août 21	sept. 21	oct. 21
Inflation	0,0	0,7	0,7	0,8	1,2	1,7
- Produits alimentaires à prix volatils	-2,4	0,3	3,9	-4,5	-6,6	-4,6
- Produits réglementés	0,6	0	-0,4	1,2	0,7	0,2
- Carburants et lubrifiants	0,5	0,8	3,2	13,7	15,7	21,2
Inflation sous-jacente	0,3	0,8	0,5	1,6	2,6	3,1
- Produits alimentaires	0,5	1,7	0,4	1,4	3,9	4,6
- Articles d'habillement et chaussures	0,1	0,5	0,8	2,4	2,5	3,0
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,0	0,2	1,9	1,9	1,9
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,3	0,2	1,2	1,4	1,5
- Santé ¹	0,0	0,4	0,6	2	2,2	2,9
- Transport ²	0,2	0,1	0,0	1,3	1,9	2,3
- Communication	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,4
- Loisirs et cultures ¹	0,1	0,2	0,6	1,4	1,5	2,1
- Enseignement	0,0	1	0,4	1,8	1,3	1,4
- Restaurants et hôtels	0,1	0,0	0,0	1,3	1,2	1,0
- Biens et services divers ¹	0,0	0,2	1,4	2,7	3	4,4

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

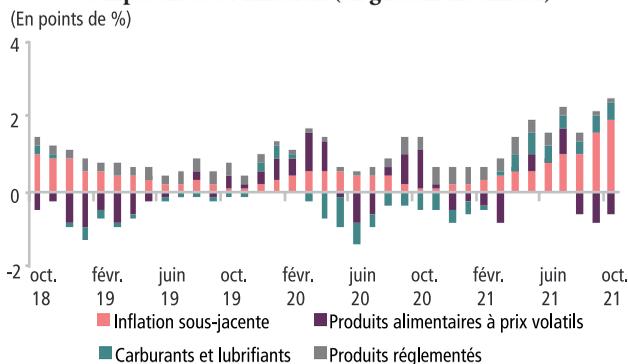
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont vu leur rythme de progression ralentir à 0,2% en octobre après 1% en moyenne entre juillet et septembre, en lien avec l'abaissement de 3% en octobre des tarifs du « transport routier de passagers » ainsi qu'avec la dissipation de l'effet des relèvements opérés au cours de l'année 2020¹. Au total, les tarifs réglementés ont participé à hauteur de 0,1 point de pourcentage à l'inflation comparativement à 0,2 point un trimestre auparavant.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

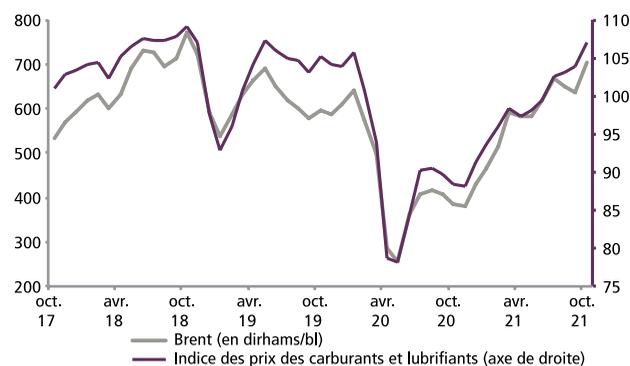
En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont augmenté de 21,2% au lieu de 14,3% en moyenne durant le troisième trimestre, en lien avec le renchérissement des produits pétroliers, le cours du Brent, en particulier étant passé de 73 \$/bl en moyenne entre juillet et septembre à 83,7\$/bl en octobre. Leur

¹ Les tarifs du transport routier de passagers ont connu plusieurs hausses entre juin et novembre 2020.

évolution traduit également l'effet de la dépréciation de 1,1% de la monnaie nationale contre le dollar sur la même période.

En termes de contribution à l'inflation, les prix de ces produits ont participé de 0,5 point de pourcentage en octobre au lieu de 0,4 point un trimestre auparavant.

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)



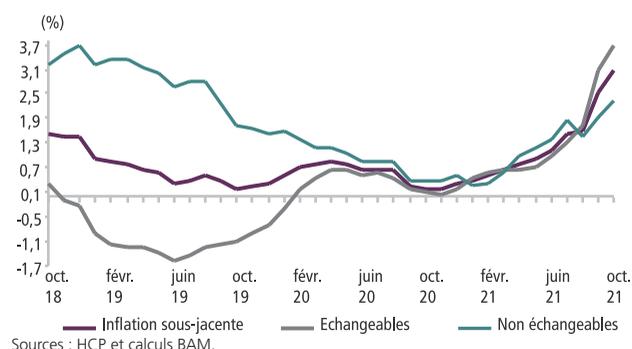
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2 Inflation sous-jacente

Inscrite sur une trajectoire ascendante depuis le quatrième trimestre 2020, l'inflation sous-jacente s'est sensiblement accélérée en octobre, atteignant 3,1%, soit le taux le plus élevé depuis février 2009.

Ce mouvement haussier est porté essentiellement par l'évolution des prix de sa composante alimentaire. Ces derniers ont en effet augmenté de 4,6% en octobre au lieu de 2,2% au troisième trimestre reflétant, d'une part, la hausse des prix de 6% pour les « produits à base de céréales » et de 15,5% pour les « huiles » consécutivement à la flambée des cours internationaux de ces produits. Elle est également attribuable à l'accroissement de 2,7% après 0,8% des prix des « viandes fraîches ».

L'accélération a concerné, mais dans une moindre mesure, les prix des produits non alimentaires inclus dans l'IPCX qui se sont accrus de 2,2% en octobre au lieu de 1,7% en moyenne entre juillet et septembre.

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

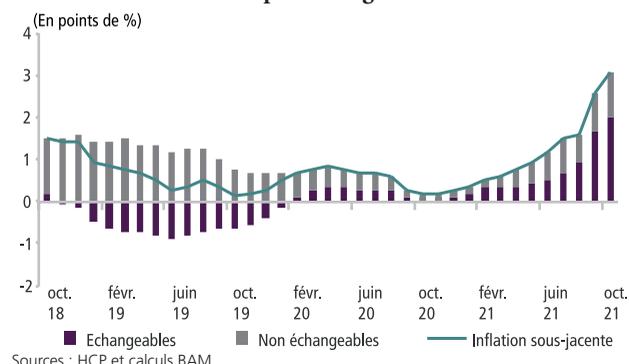
Par ailleurs, la décomposition en biens échangeables et non échangeables indique que près de 84% de l'accélération de l'inflation sous-jacente découle de celle des prix des produits échangeables. Ces derniers se sont accrus de 3,7% en octobre après 2% au cours du troisième trimestre 2021, en lien avec la hausse de l'inflation importée, notamment celle émanant des prix des produits alimentaires.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 21	sept. 21	oct. 21	août 21	sept. 21	oct. 21
Biens échangeables	0,4	1,3	0,5	1,7	3,1	3,7
Biens non échangeables	0,1	0,2	0,4	1,5	1,9	2,4
Inflation sous-jacente	0,3	0,8	0,5	1,6	2,6	3,1

Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux biens non échangeables, ils se sont renchérissés de 2,4% en octobre, au lieu de 1,7%, en raison des augmentations successives des prix de la rubrique « salon de coiffure et instituts de beauté », qui ressortent supérieurs de 10,3% à leur niveau enregistré une année auparavant.

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

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

Au quatrième trimestre 2021, l'inflation devrait de nouveau s'accroître pour s'établir à 2,4% au lieu de 1,4% un trimestre auparavant. Son évolution serait liée en grande partie à la poursuite prévue de l'augmentation de sa composante sous-jacente, qui devrait s'accroître de 2% à 3,2% en lien avec la poursuite des pressions d'origine externe.

De même, le renchérissement continu des produits pétroliers devrait entraîner une progression des prix des carburants et lubrifiants, qui ressortiraient en augmentation de 21,8% au quatrième trimestre contre 14,3% un trimestre auparavant.

Dans une moindre mesure, les données à haute fréquence sur les marchés de gros, laissent indiquer que le repli, en comparaison annuelle, des prix des produits alimentaires à prix volatils devrait légèrement s'atténuer revenant à -1,4% au quatrième trimestre contre -1,8% le trimestre précédent.

A l'opposé, la dissipation de l'effet des hausses antérieures des tarifs du « transport routier de passagers » devrait entraîner, en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales relatives aux prix des produits réglementés, un ralentissement du rythme de progression de ces derniers à 0,2% au lieu de 1% observé au cours du troisième trimestre.

Encadré 6.1 : Accélération récente de l'inflation

Depuis quelques mois, l'inflation connaît une accélération sensible au niveau mondial résultant de la conjonction de plusieurs facteurs. Outre l'effet de base lié aux niveaux faibles des prix une année auparavant, ce mouvement haussier découle : (i) de la reprise de la demande consécutivement à l'assouplissement des restrictions ; (ii) des perturbations des chaînes d'approvisionnement de certains biens ; (iii) et de la flambée des cours des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires.

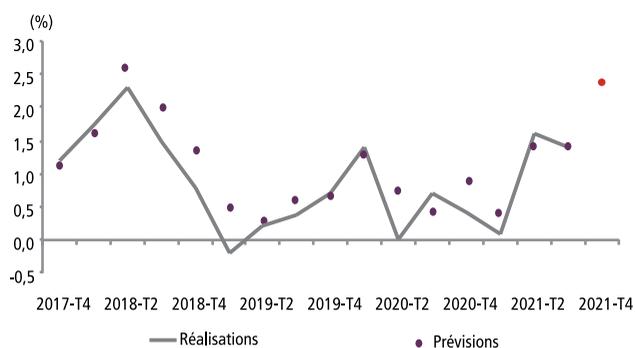
Dans ces conditions, l'inflation est restée modérée au niveau national, s'établissant à 1,1% en moyenne sur les dix premiers mois de 2021 au lieu de 0,8% au cours de la même période une année auparavant. Cette évolution reflète l'accélération du rythme des prix des carburants et lubrifiants (10,9%) et dans une moindre mesure, la hausse de l'inflation sous-jacente (1,4%). L'effet de ces augmentations a néanmoins été atténué par le repli de 1,7% des prix des produits alimentaires volatils durant cette période.

En particulier, l'inflation sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale des prix, s'est inscrite sur une trajectoire ascendante à partir de novembre 2020, passant de 0,2% à 3,1% en octobre 2021. Son accélération est attribuable à hauteur de 70% à sa composante échangeable et à 30% à celle non échangeable (voir graphique 6.5).

- Pour les produits échangeables, cette hausse concerne à hauteur de 75% les « huiles » dont les prix ont augmenté de 14,6% entre novembre 2020 et octobre 2021 ainsi que les « produits à base de céréales » (5,9%). Pour les 25% restant, elle provient principalement de trois produits non alimentaires à savoir : les « voitures automobiles » (+3,2%), les « vêtements pour femme » (+3%) et le « matériel de réception et d'enregistrement et de reproduction du son et de l'image » (+3,2%).
- Pour les produits non échangeables, la hausse des prix reflète principalement celles des « viandes fraîches » (+2,7%), des services des « salons de coiffure et instituts de beauté » (+10%) et des « loyers effectivement payés par les locataires » (+2,1%).

Cela étant, les projections de BAM tablent sur un niveau modéré à moyen terme de l'inflation. En outre, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation réalisée par BAM au quatrième trimestre 2021 indiquent que les experts du secteur financier tablent toujours sur un niveau d'inflation modéré (à hauteur de 1,9% sur l'horizon des huit prochains trimestres).

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



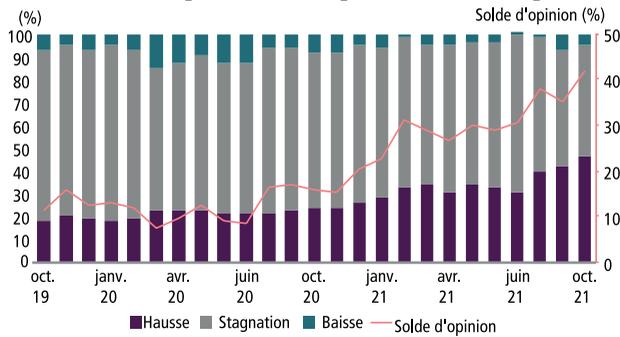
Les écarts de prévisions observés entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais remplacé par celui base 100= 2017 (cf. Encadré 6.1 : « Publication d'un nouvel indice des prix à la consommation base 100=2017 » au niveau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

Source : BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'octobre 2021 indiquent que 49% des industriels enquêtés anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 46% prévoient une hausse alors que 5% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à hauteur de 42% contre 35% en septembre.

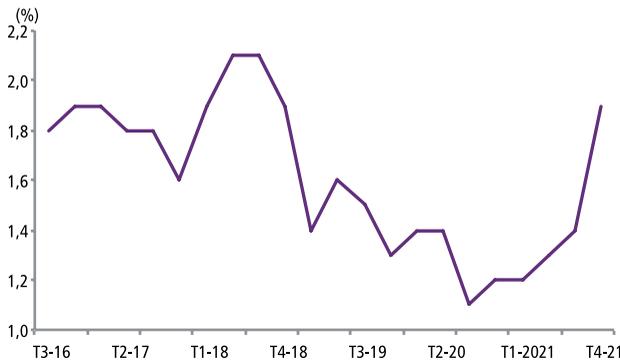
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrif relative au quatrième trimestre 2021 montrent que les experts financiers prévoient une accélération de l'inflation à 1,9% en moyenne au cours des huit prochains trimestres, contre 1,4% anticipé au cours du troisième trimestre.

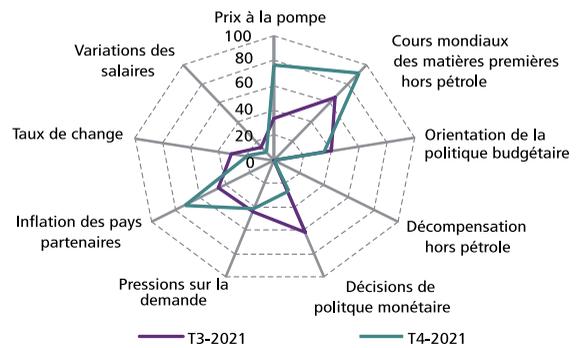
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier



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

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

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

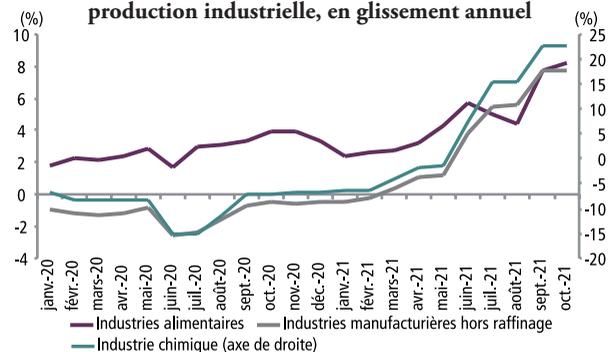


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production²

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage continuent d'augmenter à un rythme rapide, soit 7,8% en octobre après 6,3% en moyenne au troisième trimestre 2021, portant leur progression moyenne au cours des 10 premiers mois de 2021 à 3,2%. Cette accélération est attribuable essentiellement à l'augmentation de 8,3% après 5,6%, des prix à la production des « industries alimentaires » et de 22,6% après 17,9% de l'« industrie chimique ». Elle est également attribuable, quoique dans une moindre mesure, à la flambée des prix à la production de la branche « métallurgie », qui se sont accrus de 29,2% au lieu de 26,3% au trimestre précédent. A l'inverse, les prix à la production de la branche de « fabrication de produits en caoutchouc et en plastique » ont reculé de 2,9% en octobre au lieu de 0,9% au troisième trimestre.

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



Source : HCP.

² 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 auparavant.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Outre la persistance des goulets d'étranglement dans certaines chaînes de production, le renchérissement des matières premières et les fortes pressions inflationnistes, les perspectives économiques mondiales restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes en lien avec l'évolution de la pandémie et l'apparition d'un nouveau variant, amenant de nombreux pays à durcir les restrictions sanitaires. Après une contraction de 3,5% en 2020, la croissance mondiale rebondirait de 5,9% cette année, avant d'accuser un ralentissement à 4% en 2022, puis à 3,1% en 2023. Aux Etats-Unis, la croissance a été révisée à la baisse à 5,5% pour 2021, et reviendrait à 3,3% en 2022, puis à 2% en 2023, avec la dissipation des effets de la politique de relance budgétaire. Dans la zone euro, la croissance ressortirait à 5,2% cette année, puis à 4% en 2022 et à 1,6% en 2023. Au Royaume-Uni, les répercussions du Brexit et la fin du programme du chômage partiel continuent de peser sur l'activité, la croissance devrait s'établir à 6,8% en 2021, avant de reculer à 2,9% en 2022 et à 1,1% en 2023.

Dans les principales économies émergentes, les pénuries de l'énergie électrique et les conséquences de la crise du secteur immobilier ralentiraient le rythme de la reprise en Chine cette année. Ce dernier resterait toujours parmi les plus élevés au monde, mais devrait osciller autour de 5,5% à moyen terme. En Inde, la production industrielle a pâti du coût élevé des intrants et des difficultés d'approvisionnement en 2021 et devrait reprendre graduellement en 2022. Au Brésil, et après un rebond en 2021, l'économie ralentirait nettement en 2022 et en 2023, sous l'effet principalement des problèmes structurels, de la lenteur de la vaccination, de la montée de l'inflation et des incertitudes politiques.

Face aux tensions inflationnistes, plusieurs Banques centrales aussi bien des économies développées qu'émergentes et en développement ont procédé à des resserrements de leurs politiques monétaires à travers des hausses de taux et/ou des réductions de leurs programmes d'achats d'actifs. Lors de sa réunion des 14 et 15 décembre, et tout en gardant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [0-0,25%], la FED a décidé de doubler à partir de janvier prochain le rythme de réduction de ses rachats d'actifs. De même, la BCE a décidé, le 16 décembre, de maintenir inchangés ses taux directeurs, de mettre fin à son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) en mars 2022 et de renforcer son programme d'achats d'actifs (APP) avant de le réduire progressivement.

Parallèlement, le renchérissement des matières premières s'est poursuivi, en lien principalement avec la reprise de l'activité économique et la hausse du coût du fret. Pour ce qui est du pétrole, le rebond de la demande globale et le contrôle du niveau de production par les pays de l'OPEP+ se sont traduits par une forte hausse des cours en octobre avant d'accuser de légers reculs en novembre 2021, en lien avec les risques de la résurgence des contaminations qui pèsent sur la demande mondiale. Le prix du Brent ressortirait à 71,8 dollars le baril en moyenne en 2021, et s'établirait à 75,1 dollars le baril en 2022, avant de reculer à 70,4 dollars en 2023. De même, le cours du gaz naturel sur le marché européen s'est fortement accru et devrait terminer l'année 2021 sur une hausse de 356,3%, suivie des baisses de 13,7% en 2022 et de 27% en 2023. Pour ce qui est du charbon, et après avoir atteint des sommets historiques, son prix ressortirait en hausse de 138,5% cette année puis de 8,9% en 2022 avant de baisser de 25,8% en 2023, en lien essentiellement avec un ralentissement de la demande et une atténuation des contraintes

d'offre. Concernant le phosphate et dérivés, la hausse des prix en 2021 a été tirée par une forte demande, la hausse des coûts des intrants, les réductions de production et l'interdiction des exportations de la Chine, les cours devraient rester à des niveaux élevés en 2022, avant de reculer en 2023. S'agissant des denrées alimentaires, la hausse des prix reflète en particulier l'accélération des cours du sucre, des huiles végétales, et dans une moindre mesure de ceux de la viande. Les prix devraient s'inscrire dans une tendance baissière en 2022, à mesure que les chocs se dissipent, avant de se stabiliser en 2023.

Dans ces conditions, la remontée des prix à la consommation s'est poursuivie aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Les projections d'inflation pour l'ensemble des pays, à l'exception de la Chine, ont été largement révisées à la hausse. Aux Etats-Unis, elle ressortirait à 4,7% en moyenne cette année, et devrait poursuivre sa hausse pour atteindre 6,1% en 2022 puis ralentirait à 3,7% en 2023. Dans la zone euro, l'inflation terminerait l'année 2021 à 2,5% en moyenne, s'accélérait à 3% en 2022 et reviendrait à 2% en 2023.

Au niveau national, l'année devrait être marquée par une reprise des échanges extérieurs de biens après la baisse induite par les effets de la crise sanitaire, par un niveau faible des recettes voyages ainsi que par une poursuite de la dynamique haussière des transferts des MRE. Le déficit du compte courant terminerait l'année à 2,5% du PIB, après 1,5% en 2020. Sous l'hypothèse d'entrées de dons de 1,7 milliard de dirhams et de financements extérieurs prévus du Trésor, les AOR atteindraient 330,4 milliards à fin 2021, soit l'équivalent de 6 mois et 22 jours d'importations de biens et services. Sur l'horizon de prévision, la reprise des échanges devrait se consolider pour les biens, avec en particulier l'hypothèse d'un repli des transferts des MRE après leurs progressions exceptionnelles en 2020 et en 2021 et une reprise des recettes de voyages en 2023. Le déficit du compte courant se creuserait, ainsi, à 5,3% du PIB en 2022 et à 4,9% en 2023. Quant aux recettes d'IDE, elles devraient avoisiner 3% du PIB en 2022 avant d'augmenter à 3,5% en 2023. Tenant compte en particulier d'une hypothèse d'entrées de dons de 2,2 milliards de dirhams en 2022 et de 1,5 milliard en 2023 et des financements extérieurs prévus du Trésor, les AOR se situeraient à 341,6 milliards de dirhams en 2022 et à 345,7 milliards en 2023, soit l'équivalent d'une couverture de 6 mois et 23 jours et de 6 mois et 25 jours d'importations de biens et services, respectivement.

Sur le volet budgétaire, après un creusement sensible en 2020, le déficit budgétaire hors privatisation devrait s'alléger graduellement pour ressortir à 6,9% du PIB en 2021. Sur le reste de l'horizon de prévision, il s'établirait à 6,3% en 2022, tenant compte de la programmation de la Loi de finances 2022, puis à 5,8% en 2023 sur la base des données du cadre pluriannuel du Ministère de l'Economie et des Finances.

Les conditions monétaires resteraient accommodantes et le crédit au secteur non financier devrait s'accroître de 3,7% cette année puis progresser de 3,4% en 2022 avant d'augmenter à 4,4% à fin 2023. Quant au taux de change effectif réel, il finirait l'année 2021 avec une légère appréciation et devrait ressortir en dépréciation sur le reste de l'horizon de prévision.

Soutenue par le progrès de la campagne de vaccination et l'amélioration de la situation sanitaire d'une part, et par le stimulus budgétaire et les conditions monétaires accommodantes d'autre part, l'économie

nationale rebondirait de 6,7% en 2021, après une contraction de 6,3% en 2020, recouvrant des hausses de 18,8% de la valeur ajoutée agricole et de 5,3% de celle des activités non agricoles. A moyen terme, la croissance se consoliderait à 2,9% en 2022 et à 3,4% en 2023 reflétant la poursuite de l'amélioration des activités non agricoles et un retour à des campagnes céréalières moyennes. Du côté de la demande, cette évolution serait portée principalement par sa composante intérieure, tandis que la contribution négative à la croissance des exportations nettes devrait s'atténuer.

Dans un contexte marqué par l'accentuation des pressions inflationnistes d'origine externe, l'inflation devrait s'accélérer de 0,7% en 2020 à 1,4% en 2021, portée par la hausse sensible de sa composante sous-jacente et le renchérissement des carburants et lubrifiants. Elle devrait ensuite atteindre 2,1% en 2022, avant de revenir à 1,4% en 2023.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

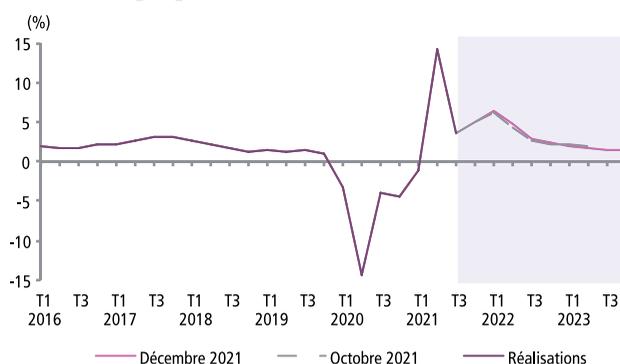
Après un rebond en 2021, l'économie mondiale fait face à des « vents contraires »

Les perspectives économiques mondiales restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes en lien avec l'apparition du nouveau variant « Omicron » qui amène de nombreux pays à durcir les restrictions sanitaires et ce, en plus des implications de la persistance des goulets d'étranglement dans certaines chaînes de production, du renchérissement des matières premières et des fortes pressions inflationnistes. Après une contraction de 3,5% en 2020, la croissance mondiale devrait rebondir à 5,9% cette année, soit une révision à la baisse de 0,3 point de pourcentage par rapport aux prévisions d'octobre. Elle devrait décélérer à 4% en 2022, puis à 3,1% en 2023.

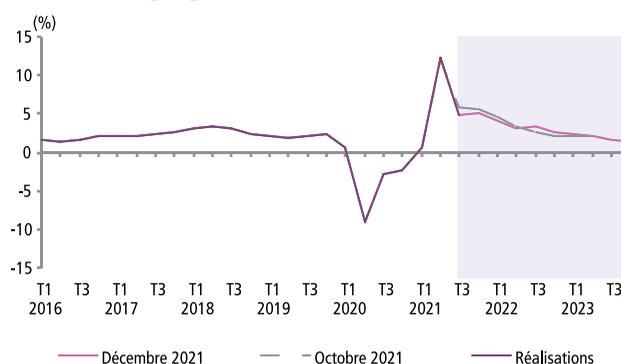
Aux Etats-Unis, la croissance a été révisée à la baisse à 5,5% pour 2021 et devrait revenir à 3,3% en 2022 puis à 2% en 2023, avec la dissipation des effets de la politique de relance budgétaire. Dans la zone euro, le rythme de la reprise ralentirait en lien avec l'arrêt de l'assouplissement des restrictions. La croissance ressortirait à 5,2% sur l'ensemble de l'année 2021, puis à 4% en 2022 et à 1,6% en 2023. Au Royaume-Uni, les répercussions du Brexit et la fin du programme du chômage partiel continuent de peser sur l'activité, la croissance s'établirait à 6,8% en 2021, avant de reculer à 2,9% en 2022 et à 1,1% en 2023.

Dans les principales économies émergentes, la croissance en Chine a subi un net ralentissement au troisième trimestre, mais devrait atteindre 8,1% sur l'ensemble de l'année 2021, en révision à la baisse de 0,5 point de pourcentage, reflétant notamment les pénuries de l'énergie électrique et les conséquences de la crise du secteur immobilier. Par la suite, elle s'établirait à 5% en 2022 et à 5,9% en 2023. En Inde, la production industrielle a pâti du coût élevé des intrants et des difficultés d'approvisionnement en 2021 et devrait reprendre graduellement en 2022. Sa croissance a été également révisée à la baisse à 7,6% en 2021 avant de s'accélérer à 10,8% en 2022 puis revenir à 6,4% en 2023. Au Brésil, l'économie s'accroîtrait de 5,2% en 2021, pour se limiter ensuite à autour de 1,4% en moyenne en 2022 et en 2023, sous l'effet principalement des problèmes structurels, de la lenteur de la vaccination, de la montée de l'inflation et des incertitudes politiques.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN¹, novembre 2021.

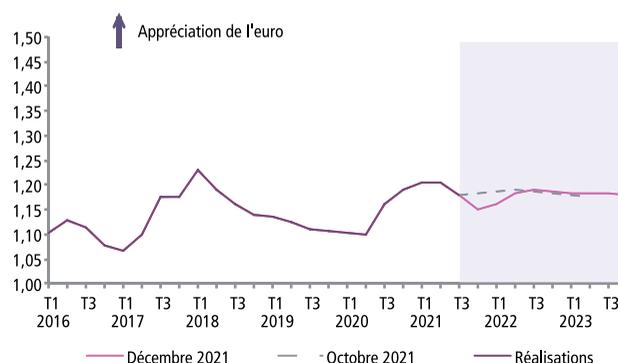
¹ Global Projection Model Network.

Les Banques centrales s'orientent de plus en plus vers une normalisation de la politique monétaire

Face aux tensions inflationnistes, plusieurs Banques centrales aussi bien des économies développées qu'émergentes et en développement ont procédé à des resserrements de leurs politiques monétaires à travers des hausses de taux et/ou des réductions de leurs programmes d'achats d'actifs. Lors de sa réunion des 14 et 15 décembre, et tout en gardant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [0-0,25%], la FED a décidé de doubler à partir de janvier prochain le rythme de réduction de ses rachats d'actifs à 20 milliards de dollars pour les titres du Trésor et à 10 milliards de dollars pour les titres adossés à des créances hypothécaires. De même, la BCE a décidé, le 16 décembre, de maintenir inchangés ses taux directeurs, de mettre fin à son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) en mars 2022 et de renforcer son programme d'achats d'actifs (APP) avant de le réduire progressivement.

Sur les marchés de change, soutenu par des perspectives économiques plus favorables aux Etats-Unis et par les anticipations d'un resserrement plus rapide de la politique monétaire de la FED, le dollar américain a atteint en novembre son plus haut niveau en 17 mois face à l'euro. En revanche, sur l'ensemble de l'année, il ressortirait à 0,84 euro en moyenne, en dépréciation de 3,8%. En 2022, il devrait s'apprécier de 0,4% à 0,85 euro, avant de se stabiliser à ce niveau en 2023.

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, novembre 2021.

Poursuite du renchérissement des matières premières et accélération de l'inflation

L'amélioration de la demande globale et la limitation des hausses de la production par les pays de l'OPEP+ se sont traduites par une forte hausse des cours du pétrole. En particulier, le prix du Brent a augmenté de 12% entre septembre et octobre avant de baisser de 3,4% en novembre en lien avec les risques de la résurgence des contaminations qui pèsent sur la demande mondiale. Il devrait s'établir à 71,8 dollars le baril en moyenne sur l'ensemble de cette année et s'établirait à 75,1 dollars en 2022, avant de reculer à 70,4 dollars en 2023. Pour ce qui est du charbon, et après avoir atteint des sommets historiques, son prix ressortirait en hausse de 138,5% cette année puis de 8,9% en 2022 avant de baisser de 25,8% en 2023, en lien essentiellement avec le ralentissement de la demande et l'atténuation des contraintes d'offre. Concernant le cours du gaz naturel sur le marché européen, il s'est accru de 36% entre septembre et octobre avant de reculer de 11% en novembre. Les prévisions de la Banque mondiale d'octobre tablent sur une hausse de 356,3% cette année, suivie des baisses de 13,7% en 2022 et de

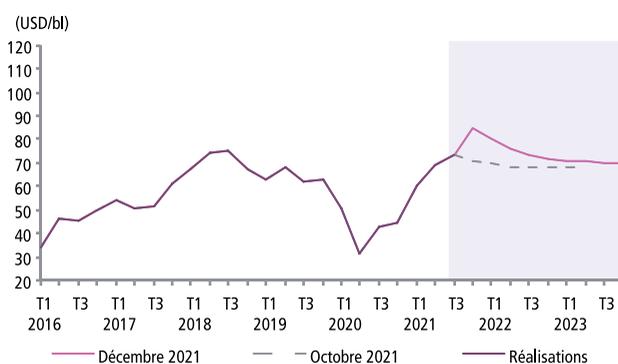
27% en 2023. La normalisation prévue des prix s'explique également par la transition progressive vers les énergies renouvelables.

Pour ce qui est du phosphate et dérivés, la hausse des prix en 2021 a été tirée par une forte demande provenant principalement du Brésil et des Etats-Unis, la hausse des coûts des intrants, les réductions de production et l'interdiction des exportations de la Chine. De plus, les droits compensatoires imposés par les États-Unis sur les importations du DAP en provenance du Maroc et de la Russie, entrés en vigueur en avril dernier, ont exacerbé les pressions sur les prix. Selon les prévisions de la Banque mondiale d'octobre, ces cours devraient rester à des niveaux élevés en 2022, avant de reculer en 2023. Pour le phosphate brut, le prix finirait l'année 2021 en hausse de 58% à 120 USD/t en moyenne, puis progresserait à 130 USD/t en 2022, avant de baisser à 110 USD/t en 2023. Pour le DAP, le cours terminerait l'année en hausse de 89% à 590 USD/t et devrait atteindre 600 USD/t en 2022 avant de reculer à 450 USD/t en 2023.

S'agissant des denrées alimentaires, l'indice FAO des prix des produits alimentaires s'est établi à 134,4 points en novembre dernier, soit le niveau le plus élevé depuis juin 2011. Reflétant en particulier une forte hausse des cours du sucre, des huiles végétales, et dans une moindre mesure, de ceux des viandes. L'indice augmenterait de 28,6% en 2021, et devrait s'inscrire sur une tendance baissière à partir de la deuxième moitié de 2022 enregistrant une hausse de 10,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année, suivie d'une baisse de 9,6% en 2023. Concernant les céréales en particulier, le prix du blé tendre d'origine américaine s'est établi à 334,5 USD/t en novembre, en hausse de 21% par rapport au début de l'année et terminerait avec une moyenne de 255 USD/t. Le prix poursuivrait sa hausse jusqu'au premier semestre de 2022, en raison notamment des sécheresses en Russie, en Amérique du Nord, en Argentine et au Brésil, et s'établirait à 250 USD/t en moyenne en 2022 puis à 245 USD/t en 2023.

Dans ces conditions, la hausse des prix à la consommation s'est poursuivie aussi bien dans les principaux pays avancés qu'émergents. En plus du renchérissement des matières premières, ces pressions inflationnistes s'expliquent également par la reprise de l'activité économique, les goulets d'étranglement de certaines chaînes de production et la hausse du coût du fret. Par conséquent, les projections d'inflation pour l'ensemble des principales économies, à l'exception de la Chine, ont été largement révisées à la hausse. Aux Etats-Unis, après avoir atteint 6,8% en novembre, l'inflation ressortirait à 4,7% en moyenne cette année et poursuivrait sa hausse à 6,1% en 2022 avant de ralentir à 3,7% en 2023. Dans la zone euro, l'inflation a atteint 4,9% en novembre et terminerait l'année 2021 à 2,5%. Elle s'accélérait à 3% en 2022 avant de revenir à 2% en 2023.

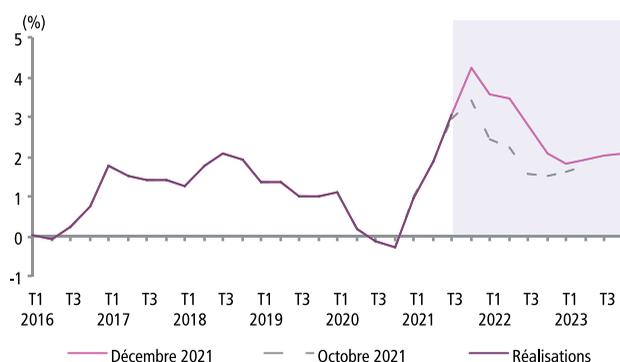
Graphique 7.4 : Prix du Brent



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

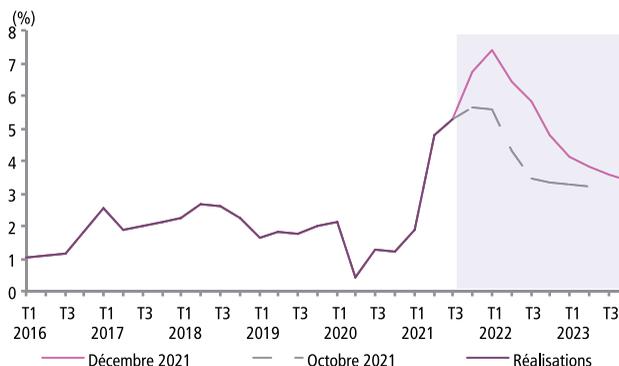


Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Source : GPMN, novembre 2021.

Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Une production céréalière de 103,2 millions de quintaux en 2020-2021 et une récolte moyenne retenue pour 2021-2022 et 2022-2023

La récolte céréalière définitive au titre de la campagne 2020-2021 s'est établie à 103,2 millions de quintaux (MQx), soit une hausse de 221% par rapport à la campagne précédente et de 63,5% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. S'agissant de la campagne 2021-2022, et tenant compte des augmentations de la production, selon le Département de l'Agriculture, de 14% pour les agrumes et de 21% pour les olives, et sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 75 MQx et d'une poursuite de la performance tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole en 2022 baisserait de 2,8% au lieu de 3,3% prévue lors de l'exercice d'octobre.

Pour la campagne 2022-2023, les projections reposent sur une récolte céréalière moyenne de 75 MQx et d'une poursuite de l'évolution tendancielle des autres cultures, portant la valeur ajoutée agricole à 2%.

7.2 Projections macroéconomiques

Reprise des échanges extérieurs et niveau confortable des réserves de change

Après s'être atténué à 1,5% du PIB en 2020, le déficit du compte courant devrait se situer à 2,5% en 2021, avant de se creuser à 5,3% en 2022 et à 4,9% en 2023.

En 2021, tenant compte notamment des données à fin octobre, les exportations de biens devraient s'améliorer de 21,7%, portées essentiellement par les expéditions du phosphate et dérivés, sous l'effet de la flambée des cours internationaux. En parallèle, les importations devraient s'accroître de 22,9%, attribuable à l'alourdissement de la facture énergétique et à la hausse des achats de biens de consommation, tenant compte du coût d'acquisition des vaccins contre la COVID-19. S'agissant des recettes voyages, et pâtissant des restrictions sanitaires, leur projection a été ajustée à la baisse, tablant ainsi sur un recul de 9,2%. Pour ce qui est des transferts des MRE, et en ligne avec l'amélioration exceptionnelle observée, ils devraient ressortir en hausse de 38,9% sur l'ensemble de l'année. Pour leur part, les recettes d'IDE s'établiraient à 2,5% du PIB.

Tenant compte d'un montant de dons de 1,7 milliard de dirhams et des financements extérieurs prévus du Trésor, les AOR se situeraient à 330,4 milliards à fin 2021, soit l'équivalent de 6 mois et 22 jours d'importations de biens et services.

Sur l'horizon de prévision, les exportations progresseraient de 9,2% en 2022, soutenues notamment par la hausse des ventes de la construction automobile. En 2023, elles diminueraient légèrement de 0,8%, tirées par la baisse attendue des ventes du phosphate et dérivés sous l'effet du recul prévu des cours du DAP. En parallèle, les importations progresseraient de 8,3% en 2022 et de 3,1% en 2023, avec en particulier un alourdissement de la facture énergétique en 2022 suivi d'un allègement en 2023. Les recettes voyages demeureraient faibles passant de 33,1 milliards en 2021, à 43,4 milliards de dirhams en 2022 avant d'augmenter à 70,9 milliards en 2023. La hausse des transferts des MRE est supposée, quant à elle, s'interrompre avec une diminution de 23,2% à 72,8 milliards en 2022 et de 1,9% à 71,4 milliards en 2023 et ce, après un record de 94,7 milliards en 2021. De leur côté, les recettes d'IDE avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB en 2022 avant d'augmenter à 3,5% en 2023.

Tenant compte d'une hypothèse d'entrées de dons de 2,2 milliards de dirhams en 2022 et de 1,5 milliard en 2023 et des financements extérieurs prévus du Trésor, les AOR se situeraient à 341,6 milliards de dirhams et à 345,7 milliards respectivement, soit l'équivalent d'une couverture de 6 mois et 23 jours et de 6 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions			Ecart (déc./oct.)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022
Exportations de biens (FAB)	8,6	3,5	10,3	10,7	3,3	-7,6	21,7	9,2	-0,8	-0,9	3,3
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,9	2,0	-14,0	22,9	8,3	3,1	3,2	4,3
Recettes de voyage	-1,4	5,0	12,3	1,2	7,8	-53,7	-9,2	31,0	63,5	-0,7	-51,0
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	0,1	4,9	38,9	-23,2	-1,9	11,3	-18,2
Solde du compte courant (en % du PIB)	-2,1	-4,1	-3,4	-5,3	-3,7	-1,5	-2,5	-5,3	-4,9	0,0	-3,8
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	6,1	6,4	5,6	5,4	6,9	7,2	6,7	6,8	6,8	-0,5	-0,7

Sources : données Office des Changes et prévisions BAM.

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

Le taux de change effectif réel terminerait l'année 2021 avec une légère appréciation, reflétant le renforcement du dirham en termes nominaux face notamment à l'euro. Sur le reste de l'horizon de prévision, il devrait ressortir en dépréciation, résultat d'une baisse de sa valeur en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique inférieur en moyenne à celui des partenaires et concurrents commerciaux.

Sur la base des évolutions prévues des réserves de change et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 64,4 milliards de dirhams à fin 2021, à 70 milliards à fin 2022 et à 83,6 milliards à fin 2023. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression s'est accélérée de 3,5% au troisième trimestre à 4,1% en octobre 2021, tirée principalement par l'amélioration des concours aux entreprises non financières privées. En termes de perspectives, et tenant compte des prévisions de la croissance économique et des anticipations du système bancaire, le crédit bancaire au secteur non financier devrait s'accroître de 3,7% en 2021, de 3,4% en 2022 avant d'atteindre 4,4% à fin 2023. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la croissance de l'agrégat M3 devrait s'établir à 6,4% à fin décembre 2021 et à autour de 5% à fin 2022 et 2023.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./oct.)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022
Crédit bancaire au secteur non financier	3,8	3,1	5,5	3,9	3,7	3,4	4,4	0,0	-0,4
M3	5,5	4,1	3,8	8,5	6,4	5,0	5,2	0,9	0,4
Besoin de liquidité, en MMDH	-40,9	-69,0	-62,3	-67,0	-64,4	-70	-83,6	-6,2	-5,1

Atténuation graduelle du déficit budgétaire sur l’horizon de prévision

En ligne globalement avec les prévisions de la Loi de finances 2021, le déficit budgétaire se situerait en 2021 à 6,9% du PIB, en allègement par rapport à 7,3% prévu dans l’exercice de prévision d’octobre. Cette révision est le résultat principalement des ajustements à la hausse des recettes fiscales et des rentrées des financements spécifiques et à la baisse des dépenses d’investissement.

En 2022, compte tenu de la programmation de la Loi de finances 2022 et de la prévision de la croissance économique de Bank Al-Maghrib, le déficit budgétaire devrait s’établir à 6,3% du PIB, en atténuation de 0,5 point par rapport aux prévisions d’octobre. Ces résultats tiennent compte notamment d’une révision à la hausse des recettes fiscales, qui devraient progresser de 9,7% par rapport à 2021. Du côté des dépenses, celles de biens et services devraient augmenter de 4,5% et la charge de compensation s’allourdirait de 2,1%, en ajustement à la hausse par rapport aux prévisions d’octobre. De même, les dépenses d’investissement devraient progresser de 8,6%, se situant à 6,3% du PIB, soit le même ratio prévu dans le RPM d’octobre 2021.

En 2023, le déficit budgétaire devrait s’atténuer à 5,8% du PIB sous l’hypothèse du maintien des dépenses, notamment celles de biens et services et d’investissement, et de la mobilisation des recettes fiscales tenant compte du redressement progressif de l’activité économique.

Rebond plus important que prévu de l’économie nationale en 2021

L’économie nationale rebondirait de 6,7% en 2021, après une contraction de 6,3% en 2020, en révision à la hausse de 0,5 point de pourcentage comparativement aux projections d’octobre, en liaison avec le progrès notable de la campagne de vaccination et l’amélioration de la situation sanitaire au quatrième trimestre. Cette évolution résulterait d’une hausse de 18,8% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d’une récolte céréalière de 103,2 MQx annoncée par le Département de l’Agriculture pour la campagne agricole 2020-2021. S’agissant des activités non agricoles, leur valeur ajoutée devrait connaître une hausse de 5,3% en 2021 après un repli de 5,8% en 2020, en révision à la hausse de 0,7 point de pourcentage par rapport aux prévisions d’octobre. Celles-ci auraient été tirées en particulier par une consolidation plus marquée des activités industrielles. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par une reprise de sa composante intérieure, à la faveur du redressement des revenus agricoles et non agricoles, de la hausse exceptionnelle des transferts des MRE et de la poursuite de l’orientation accommodante de la politique monétaire. En revanche, les exportations nettes devraient y participer négativement, en liaison avec un rebond plus important des importations, en volume, de biens et services que celui des exportations.

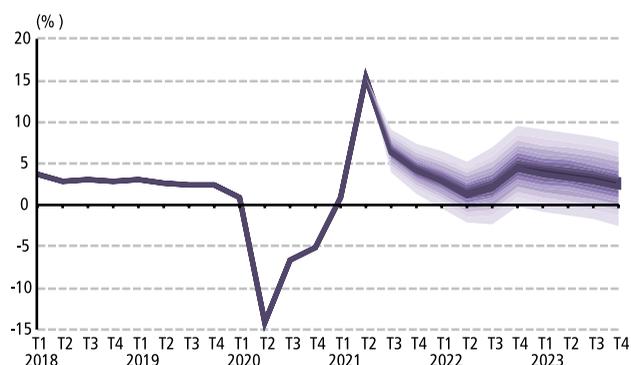
En 2022, la nouvelle vague des contaminations et la résurgence d'un nouveau variant pèsent sur la projection de la croissance économique nationale. Celle-ci a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage à 2,9% par rapport à l'exercice d'octobre et devrait se consolider à 3,4% en 2023. Les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration à des rythmes de 3,2% en 2022 et de 3,4% en 2023 et la valeur ajoutée agricole baisserait de 2,8% en 2022 puis augmenterait de 2% en 2023, sous l'hypothèse notamment de récoltes céréalières moyennes de 75 MQx annuellement. Du côté de la demande, cette évolution devrait être portée essentiellement par la poursuite de l'amélioration de sa composante intérieure, tandis que la contribution négative des exportations nettes devrait s'atténuer.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations					Prévisions			Ecart (déc./oct.)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022
Croissance nationale	1,1	4,2	3,1	2,6	-6,3	6,7	2,9	3,4	0,5	-0,1
VA agricole	-13,7	15,2	3,7	-5,8	-8,6	18,8	-2,8	2,0	0,0	0,5
VA non agricole	2,1	2,9	2,9	3,9	-5,8	5,3	3,2	3,4	0,7	-0,4
Impôts sur les produits nets des subventions	8,8	3,1	4,6	1,9	-7,6	5,4	5,6	4,5	0,0	0,3

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T4 2023), en glissement annuel *



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

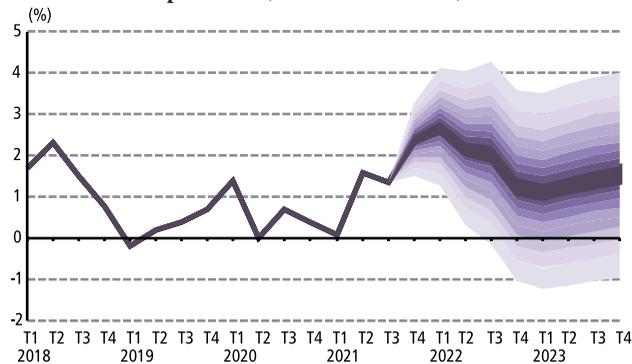
Accélération de l'inflation mais à des niveaux contenus

Dans un contexte de fortes pressions inflationnistes d'origine externe, et après un taux faible de 0,7% enregistré en 2020, l'inflation s'accroîtrait à 1,4% en 2021, en révision à la hausse de 0,2 point de pourcentage comparativement aux projections d'octobre. Par composante, cette augmentation refléterait la hausse sensible de l'inflation sous-jacente, qui devrait passer de 0,5% à 1,7% en 2021, en lien notamment avec les hausses des cours internationaux des matières premières notamment, alimentaires. Les prix des carburants et lubrifiants progresseraient à un rythme élevé, en ligne avec l'augmentation des cours du pétrole. En revanche, les prix des produits alimentaires à prix volatils afficheraient un niveau largement inférieur à celui observé un an auparavant et la hausse des prix des produits réglementés devrait se stabiliser en moyenne d'une année à l'autre.

A moyen terme, l'inflation atteindrait 2,1% en 2022, puis reviendrait à 1,4% en 2023. Cette évolution reflète essentiellement celle de sa composante sous-jacente. En effet, les pressions inflationnistes survenues en 2021,

devraient persister durant le premier semestre de 2022. Compte tenu également de l'amélioration prévue du cycle de la demande intérieure et de la dépréciation attendue du taux de change effectif réel, l'inflation sous-jacente s'accélérait à 2,7% en 2022, puis reviendrait à 1,8% en 2023. S'agissant des autres composantes, les prix des produits réglementés retrouveraient leur rythme tendanciel à moyen terme et ceux des carburants et lubrifiants augmenteraient en 2022 avant de baisser en 2023, en ligne avec les perspectives d'évolution des cours mondiaux du Brent et du taux de change du dirham contre le dollar. Pour ce qui est des prix des produits alimentaires à prix volatils, ils se stabiliseraient quasiment sur l'horizon de prévision, sous l'hypothèse de la dissipation graduelle des chocs d'offre.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2021 - T4 2023)*



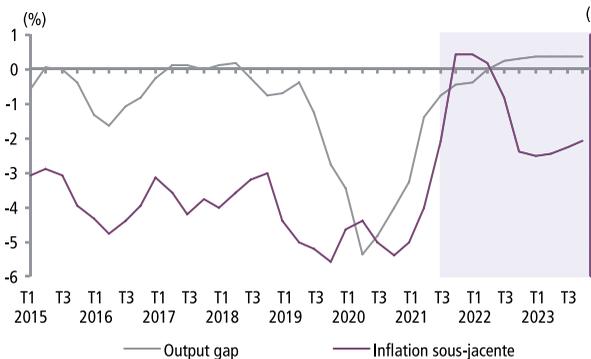
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

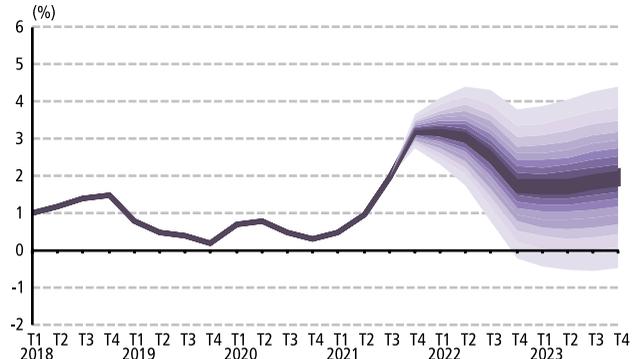
	Réalizations				Prévisions				Ecart (déc./oct.)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Horizon de 8 trimestres (T4 2021-T3 2023)	2021	2022
Inflation	0,7	1,6	0,2	0,7	1,4	2,1	1,4	1,8	0,2	0,5
Inflation sous-jacente	1,3	1,3	0,5	0,5	1,7	2,7	1,8	2,4	0,3	0,6

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2021 - T4 2023)*



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

La recrudescence de la pandémie et l'apparition du dernier variant « Omicron » ont considérablement accru le degré d'incertitude des perspectives économiques. Les risques demeurent considérables, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter les projections du scénario central. Ainsi, la balance des risques ressort équilibrée pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

S'agissant de la croissance, les avancées réalisées dans la campagne de vaccination, le maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que les effets positifs escomptés de l'opérationnalisation du Fonds Mohammed VI pour l'investissement renforcent l'optimisme quant à une reprise plus prononcée de l'activité économique. Toutefois, de nombreux risques à la baisse subsistent tant au niveau national qu'international. Il s'agit notamment des conséquences de la résurgence des contaminations en termes de durcissement des mesures restrictives et des disparités du rythme de déploiement de vaccins à l'échelle internationale. Parallèlement, en dépit d'un démarrage normal de la campagne agricole, la production céréalière reste largement tributaire des conditions climatiques qui prévaudront au cours des prochains mois. S'agissant de l'inflation, les risques à la hausse dominent. En effet, l'exacerbation du renchérissement des matières premières, l'augmentation des coûts de transport, les goulets d'étranglement de certaines chaînes d'approvisionnement et une plus forte demande pourraient entraîner une hausse plus rapide et plus persistante que prévu des prix à la consommation.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	18
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX	19
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	19
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	19
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-UE	21
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais	21
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile janvier-octobre	23
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	25
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	25
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	27
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	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	30
Graphique 3.7	: Variation en glissement annuel du crédit.....	30
Graphique 3.8	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	30
Graphique 3.9	: Evolution de l'offre et de la demande	31
Graphique 3.10	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	31
Graphique 3.11	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	32
Graphique 3.12	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	32
Graphique 3.13	: Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2021	32
Graphique 3.14	: Evolution des bons du Trésor	33
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	33
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	35
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	36
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	36
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin novembre.....	36
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin novembre	37
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin novembre	37
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	38
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	39
Graphique 5.2	: PIB par composantes	40
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	40
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	41
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	42
Graphique 5.6	: Output-gap global	42
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	44
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	44
Graphique 6.3	: Evolution du cours à l'international du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	44
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	45
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	46

Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	47
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	47
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	47
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel	47
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	51
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	51
Graphique 7.3	: Taux de change USD/EUR	52
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	53
Graphique 7.5	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	53
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro	54
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	54
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T4 2023).....	57
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2021 - T4 2023).....	58
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	58
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2021 - T4 2023).....	58

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	
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	28
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	35
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	36
Tableau 4.3	: Financement du déficit	37
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	37
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	42
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	43
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	55
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire	56
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	57
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	58

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 6.1	: Accélération récente de l'inflation	46
-------------	---	----