



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 62 / 2022

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 22 MARS 2022

Dépôt légal : 2022/0033

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

16

1.1 Activité économique et emploi

16

1.2 Conditions monétaires et financières

17

1.3 Prix des matières premières et inflation

19

2. Comptes extérieurs

22

2.1 Balance commerciale

22

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

24

2.3 Compte financier

24

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

26

3.1 Conditions monétaires

26

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

40

5.1 Demande intérieure

40

5.2 Demande extérieure

41

5.3 Offre globale

41

5.4 Marché du travail et capacités de production

42

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

45

6.1 Evolution de l'inflation

45

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

47

6.3 Anticipations de l'inflation

48

6.4 Prix à la production

49

7. Perspectives à moyen terme

51

Synthèse

51

7.1 Hypothèses sous-jacentes

54

7.2 Projections macroéconomiques

57

7.3 Balance des risques

62

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

63

LISTE DES GRAPHIQUES

65

LISTE DES TABLEAUX

66

LISTE DES ENCADRÉS

66

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 22 mars 2022

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 22 mars sa première session de l'année 2022.
2. Lors de cette réunion, il a procédé à une analyse approfondie de l'environnement international marqué par les événements liés à la guerre en Ukraine à un moment où la reprise économique mondiale fait déjà face à plusieurs défis, notamment le renchérissement des matières premières, la persistance des perturbations des chaînes mondiales de production et d'approvisionnement et les fortes pressions inflationnistes. Si l'issue et la durée de ce conflit restent incertaines, ses retombées sont déjà palpables sur les marchés financiers, les cours des matières premières, le commerce mondial et sur l'activité économique de manière générale. Ces développements ne sont pas sans conséquence sur l'économie nationale confrontée, par ailleurs, à des conditions climatiques particulièrement défavorables caractérisées par un important déficit pluviométrique.
3. Le Conseil a pris note du niveau extrêmement élevé des incertitudes qui entourent les projections macroéconomiques élaborées par les services de la Banque. Ces dernières font ressortir notamment une baisse sensible de la valeur ajoutée agricole ainsi qu'une certaine consolidation des activités non agricoles, favorisée par l'avancée notable de la campagne de vaccination, l'assouplissement des restrictions sanitaires, ainsi que le maintien du stimulus monétaire et des mesures de soutien sectorielles. Elles tablent également sur une forte accélération de l'inflation cette année parallèlement à une relative résilience des équilibres extérieurs et des finances publiques.
4. Dans un tel contexte, et prenant en compte le retour prévu de l'inflation à des niveaux modérés en 2023, le Conseil a décidé de maintenir l'orientation accommodante de la politique monétaire et ce, pour continuer à soutenir l'activité économique et atténuer l'impact de l'environnement international défavorable. Il a décidé en conséquence de garder le taux directeur inchangé à 1,50%.
5. Le Conseil a relevé que l'inflation poursuit son accélération entamée en 2021, tirée par les pressions d'origine externes liées à la flambée des prix des produits énergétiques et alimentaires et la hausse de l'inflation chez les principaux partenaires économiques. Ainsi, après un taux de 1,4% en 2021, l'inflation devrait ressortir à 4,7% en 2022 avant de revenir à 1,9% en 2023. De même, sa composante sous-jacente augmenterait de 1,7% à 4,7% puis décélérerait à 2,6%.
6. Pâtissant de conditions climatiques particulièrement défavorables, la campagne agricole devrait enregistrer, selon les prévisions de BAM, une production céréalière autour de 25 millions de quintaux et ce, après 103,2 millions de quintaux un an auparavant. La valeur ajoutée agricole devrait ainsi baisser de 19,8%, ramenant la croissance économique à 0,7% en 2022 après un rebond qui aurait atteint 7,3% en 2021. En 2023, sous l'hypothèse d'une récolte moyenne de 75 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole augmenterait de

17%, portant la croissance à 4,6%. Pour ce qui est des activités non agricoles, elles devraient se consolider graduellement, avec une progression de 3% de leur valeur ajoutée en 2022 et en 2023.

7. Sur le plan international, la tendance haussière des cours des produits énergétiques liée à la reprise de la demande et aux inquiétudes entourant l'évolution de l'offre, a connu une accélération sensible depuis le déclenchement du conflit en Ukraine et l'imposition de sanctions contre la Russie. Le cours du Brent s'est ainsi établi à 95,8 dollars le baril (USD/bl) en moyenne en février et devrait, tenant compte des prévisions des institutions internationales, ressortir à 106,8 USD/bl en moyenne sur l'ensemble de l'année 2022, avant de revenir à 96,5 USD/bl en 2023. Hors énergie, les cours des matières premières se sont appréciés de 22,7% en glissement annuel en février, reflétant une hausse de 23,3% des prix des métaux et minerais et de 18,4% des produits agricoles, avec en particulier une augmentation de 35% pour le blé. Les cours des produits alimentaires devraient demeurer élevés, sur fond de fortes perturbations au niveau de l'offre, avant de baisser en 2023. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les prix sont restés quasi stables entre janvier et février à 172,5 USD/t pour le phosphate roche et ont progressé de 6,8% à 747,1 USD/t pour le DAP. Ils devraient s'accroître sur le reste de l'année 2022, en ligne avec le renchérissement des produits agricoles et des intrants de l'industrie des engrais.
8. Ces hausses sensibles des prix des produits énergétiques et alimentaires continueraient d'alimenter les pressions inflationnistes. Aux Etats-Unis, l'inflation ressortirait à 7,2% en 2022, après 4,7% en 2021, avant de décélérer à 4,2% en 2023. Dans la zone euro, les prévisions de la BCE tablent sur une accélération à 5,1% en 2022, après 2,6% en 2021, avant de ralentir à 2,1% en 2023.
9. Dans ce contexte défavorable et incertain, et après le rebond de 2021, l'économie mondiale devrait s'inscrire en net ralentissement. Ainsi, la croissance devrait notamment revenir aux Etats-Unis à 3,4% en 2022 après 5,7% une année auparavant, puis à 2,1% en 2023, traduisant la dissipation de l'impact de la relance budgétaire en réponse à la pandémie. Plus exposée aux répercussions de la crise ukrainienne, la zone euro devrait connaître une décélération de la progression de son PIB à 3,5% en 2022 puis à 1,7% en 2023, après 5,2% en 2021. Dans les principaux pays émergents, la croissance reculerait en Chine de 8,5% en 2021 à 5,4% en 2022, avant d'augmenter à 6% en 2023, et en Inde, elle passerait de 7,9% en 2021 à 8,8% en 2022 puis à 6,4% en 2023.
10. En matière de politique monétaire, la BCE a décidé, le 10 mars, de garder inchangés ses taux directeurs et a déclaré que tout ajustement des taux interviendra de manière progressive quelque temps après la fin des achats nets dans le cadre de l'APP. Elle a indiqué que les achats d'obligations dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) seront achevés fin mars 2022 et a annoncé qu'elle mettra fin aux achats d'actifs dans le cadre de l'APP plus rapidement que prévu. De plus, son Conseil a décidé de proroger les opérations de pension pour les banques centrales (EUREP) jusqu'au 15 janvier 2023. Lors de sa réunion des 15 et 16 mars, la FED a décidé de relever la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [0,25% ; 0,50%] et a indiqué anticiper que des augmentations additionnelles seront appropriées. Elle prévoit également de commencer à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres de créance adossés à des créances hypothécaires lors des prochaines réunions.

11. Au niveau national, sous l'effet essentiellement de la flambée des cours des matières premières, le déficit du compte courant se creuserait à 5,5% du PIB en 2022 après 2,6% en 2021, avant de revenir à 3,7% en 2023. Les importations progresseraient en effet de 14,9% en 2022 en lien avec l'alourdissement de la facture énergétique et l'augmentation des acquisitions des produits agricoles et alimentaires et des biens de consommation. En 2023, la hausse se limiterait à 1,1%, sous l'effet notamment de l'allègement prévu de la facture énergétique. En parallèle, les exportations devraient s'améliorer de 12,5% en 2022 et de 3,4% en 2023, tirées principalement par l'accroissement des ventes de la construction automobile et par la hausse de celles des phosphates et dérivés en 2022. Tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, les recettes de voyage connaîtraient une reprise graduelle, passant de 34,3 milliards de dirhams en 2021 à 47 milliards en 2022 et à 70,9 milliards en 2023. Les transferts des MRE devraient retrouver progressivement leur niveau d'avant crise, revenant à 79,3 milliards en 2022 et à 70,8 milliards en 2023, après un niveau exceptionnel de 93,3 milliards en 2021. Concernant les IDE, les recettes avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB en 2022 et 3,5% en 2023. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 342,8 milliards de dirhams à fin 2022 et à 347,3 milliards à fin 2023, assurant ainsi une couverture autour de 6 mois et demi d'importations de biens et services.
12. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux de change effectif réel se déprécierait de 1,3% en 2022 et en 2023, sous l'effet d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des partenaires et concurrents commerciaux. Pour ce qui est des taux débiteurs, ils ont enregistré une augmentation de 9 points de base à 4,44% en moyenne au quatrième trimestre 2021, mais ressortent en recul de 16 points sur l'ensemble de l'année 2021 après le repli de 45 points observé en 2020. Pour sa part, le besoin de liquidité des banques s'est atténué à 69,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au quatrième trimestre en lien avec la hausse des réserves de change, mais devrait s'accroître à 75,1 milliards en 2022 et à 88,3 milliards à fin 2023, tiré par la progression de la fiduciaire. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il devrait maintenir un rythme de croissance modéré autour de 4% en 2022 et en 2023.
13. Sur le volet des finances publiques, en dépit de l'accroissement important des dépenses de compensation du gaz butane et du blé, le déficit budgétaire devrait quasiment se stabiliser à 6,3% du PIB en 2022, à la faveur d'une mobilisation exceptionnelle des ressources à travers notamment les mécanismes de financement spécifiques et les recettes de monopoles. En 2023, il s'allégerait à 5,9% du PIB, résultat essentiellement de l'amélioration prévue des rentrées fiscales.
14. Enfin, au regard des fortes incertitudes qui entourent les développements géopolitiques liés à la guerre en Ukraine et leurs implications aux niveaux international et national, Bank Al-Maghrib continuera d'assurer un suivi étroit de l'évolution de la conjoncture économique et financière et procédera à une actualisation régulière de ses prévisions et de ses analyses.



بنك المغرب

بنك المغرب

بنك المغرب

APERÇU GÉNÉRAL

Outre les contraintes ayant trait notamment aux goulets d'étranglement et à la forte montée des tensions inflationnistes, les développements récents en Ukraine accentuent les incertitudes autour des perspectives de l'économie mondiale. Ils devraient avoir, s'ils durent, des conséquences importantes en particulier sur la reprise économique, sur les prix des matières premières et des produits alimentaires et ainsi sur l'inflation. Les prévisions présentées dans ce rapport sont basées sur les données les plus récentes mais restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes et sont donc sujettes à des révisions importantes en fonction de l'évolution de la situation et de ses implications.

Ainsi, outre les pertes humaines et la destruction des infrastructures du pays, l'impact de la crise ukrainienne est déjà visible au niveau des marchés des matières premières et financiers. En effet, les cours du pétrole en particulier, ont poursuivi leur tendance haussière en février, dans un contexte marqué par les inquiétudes du marché quant à l'évolution de l'offre et la reprise de la demande mondiale après le recul de la vague du variant Omicron. Le cours du Brent s'est établi à 95,8 dollars le baril en moyenne en février et devrait, tenant compte des prévisions des institutions internationales, ressortir à 106,8 USD/bl en moyenne sur l'ensemble de l'année 2022, avant de revenir à 96,5 USD/bl en 2023. Hors énergie, les cours se sont appréciés de 22,7% en glissement annuel en février, reflétant une hausse de 23,3% des prix des métaux et minerais et de 18,4% des produits agricoles, avec en particulier une hausse de 35% pour le blé dur américain, dont la Russie et l'Ukraine représentent près du tiers des exportations mondiales. Les cours des produits alimentaires devraient rester élevés, sur fonds de pénuries d'approvisionnement et des implications du conflit actuel, avant de s'atténuer en 2023. Les cours de blé, en particulier, augmenteraient à des niveaux exceptionnels. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les prix sont restés quasi stables entre janvier et février à 172,5 USD/t pour le phosphate roche et ont progressé de 6,8% à 747,1 USD/t pour le DAP. Ils devraient s'accroître davantage sur le reste de l'année 2022, en ligne avec le renchérissement des produits agricoles et des intrants de l'industrie des engrais. Ainsi, le prix du phosphate roche et celui du DAP s'établiraient, respectivement à 159,9 USD/t et à 780,1 USD/t en 2022 puis à 144,8 USD/t et à 706,2 USD/t en 2023.

Sur les marchés boursiers, le conflit en Ukraine ainsi que les inquiétudes suscitées par la flambée de l'inflation et les anticipations de hausses des taux d'intérêt, se sont traduits par de forts replis entre janvier et février, avec notamment des contreperformances de 4% pour l'Eurostoxx 50, de 2,4% pour le Dow-Jones et de 3,2% pour le Nikkei 225. Le FTSE 100 a, quant à lui, enregistré une légère progression de 0,5%. Pour ce qui est des économies émergentes, et à l'exception du MSCI Brésil qui s'est apprécié de 5,7%, les principales bourses ont accusé des régressions, entre janvier et février, le MSCI EM ayant reculé de 1,3%, impacté principalement par une baisse de 1,6% en Chine et de 4,2% en Inde. Il est à noter que pour éviter toute vague de ventes massives, les autorités russes ont décidé de fermer la bourse de Moscou à partir du 28 février.

Concernant les rendements souverains, les taux des bons à 10 ans se sont accrus entre janvier et février, à 1,83% pour les Etats-Unis, à 1,65% pour l'Italie, à 1,16% pour l'Espagne, à 0,51% pour la France et à 0,12% pour l'Allemagne. Du côté des économies émergentes, ces taux ont enregistré des hausses pour s'établir à 2,79% pour la Chine, à 6,77% pour l'Inde et à 23,07% pour la Turquie.

Sur le marché de change, l'euro s'est renforcé de 0,2% face au dollar, entre janvier et février, de 0,4% face à la livre sterling et de 0,6%, vis-à-vis du yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le renminbi chinois et le real brésilien se sont appréciés respectivement de 0,2% et de 6,1% face au dollar, alors que la roupie indienne et la livre turque ont marqué des dépréciations respectives de 0,7% et de 0,8%. Les données relatives à l'évolution récente sur les marchés de change font également ressortir une forte dépréciation de 25% du rouble russe face au dollar entre le déclenchement du conflit en Ukraine et le 4 mars courant.

La hausse sensible des prix des produits énergétiques et alimentaires et la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre de certains produits, continuent d'alimenter les pressions inflationnistes, déjà visibles bien avant la crise. Aux Etats-Unis, elle ressortirait à 7,2% en 2022, après 4,7% en 2021, avant de décélérer à 4,2% en 2023. Selon les prévisions de la BCE, et après un taux de 2,6% en 2022, l'inflation de la zone euro s'accélérait à 5,1% en 2022, avant de ralentir à 2,1% en 2023.

Pour ce qui est des décisions de politiques monétaires, la BCE a décidé, le 10 mars, de garder inchangés ses taux directeurs et a déclaré que tout ajustement des taux interviendra quelque temps après la fin des achats nets dans le cadre de l'APP et se déroulera de manière progressive. Parallèlement, elle a indiqué que les achats d'obligations dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) seront réduits ce trimestre, avant de s'achever fin mars 2022. S'agissant de l'APP, elle a annoncé qu'elle mettra fin aux achats d'actifs plus rapidement que prévu, tout en signalant qu'elle se tient prête à revenir sur cette décision si les perspectives économiques changent. Ainsi, les achats s'élèveront à 40 milliards d'euros en avril, à 30 milliards d'euros en mai, et à 20 milliards d'euros en juin. De plus, compte tenu du contexte géopolitique actuel et de son impact sur les marchés financiers de la zone-euro, le Conseil a décidé de proroger les opérations de pension pour les banques centrales (EUREP) jusqu'au 15 janvier 2023. Pour sa part, la Fed, a décidé, lors de sa réunion des 15 et 16 mars, de relever la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [0,25% ; 0,50%] et a indiqué que des augmentations additionnelles seraient appropriées. Elle prévoit également de commencer à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres de créance adossés à des créances hypothécaires lors des prochaines réunions.

Dans ce contexte, la reprise économique mondiale reste entourée de risques substantiels en lien avec les tensions géopolitiques en Ukraine et la nouvelle orientation des principales banques centrales ainsi que la persistance des goulets d'étranglements, du renchérissement des matières premières et des pressions inflationnistes. Aux Etats-Unis, la croissance devrait décélérer à 3,4% en 2022 après 5,7% une année auparavant, puis à 2,1% en 2023, traduisant la dissipation de l'impact de la relance budgétaire en réponse à la pandémie. Elle devrait également ralentir dans la zone euro, revenant de 5,2% en 2021 à 3,5% en 2022 et à 1,7% en 2023. Au Royaume Uni, l'économie accuserait une décélération à 3,5% en 2022 puis à 0,9% en 2023, en raison de la faible productivité et des incertitudes liées au Brexit qui pèsent sur l'investissement.

Dans les principaux pays émergents, la croissance économique devrait décélérer en Chine de 8,5% en 2021 à 5,4% en 2022, avant d'augmenter à 6% en 2023, impactée par les difficultés dans le secteur immobilier et la baisse de la consommation privée. L'Inde enregistrerait une accélération de sa croissance à 8,8% en 2022, grâce à l'augmentation des dépenses publiques pour la relance économique et les réformes en cours, avant de s'établir à 6,4% en 2023. Au Brésil, la croissance ralentirait fortement en 2022 revenant à 1,3%, après 4,8% un an

auparavant, sous l'effet principalement de l'impact de la sécheresse, des taux d'intérêt élevés et d'une inflation en hausse, avant de revenir à 2,9% en 2023. Pour sa part, bien qu'elle eût une bonne situation économique avant l'entrée en conflit avec l'Ukraine, la Russie connaîtrait une contraction de sa croissance de 1,1% en 2022, puis de 1,4% en 2023.

Sur le plan national, pâtissant des conditions climatiques défavorables et d'un contexte géopolitique international difficile, la croissance économique devrait connaître une forte décélération en 2022 revenant, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, à 0,7% au lieu d'un rebond de 7,3% qu'elle aurait enregistré en 2021, avant de reprendre à 4,6% en 2023. La valeur ajoutée agricole devrait baisser de 19,8%, tenant compte d'une estimation de BAM de la production céréalière à près de 25 millions de quintaux (MQx) et d'un contexte de stress hydrique aigu, suivie d'une hausse de 17% en 2023, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne de 75 MQx. De leur côté, les activités non agricoles devraient poursuivre leur amélioration, à la faveur notamment de l'allègement des restrictions sanitaires et du maintien des stimulus monétaire et budgétaire, se situant à 3% en moyenne en 2022 et en 2023.

Sur le marché du travail, la situation a connu un relatif redressement en 2021, avec une création de 230 mille postes dont la moitié dans les services, après une perte de 432 mille un an auparavant. Tenant compte d'une entrée nette de 309 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité s'est accru de 0,5 point à 45,3% et le taux de chômage s'est aggravé de 0,4 point à 12,3% globalement.

Sur le volet des finances publiques, tenant compte d'une mobilisation exceptionnelle de 20 milliards des recettes des mécanismes de financement spécifiques et de 18 milliards en recettes de monopoles et participations, le déficit budgétaire devrait se limiter à 6,3% du PIB en 2022 en atténuation par rapport à 6,4% du PIB enregistré en 2021. Ce résultat incorpore une forte hausse des dépenses de compensation tenant compte des nouvelles hypothèses relatives au rebond des cours du gaz butane et de change et une augmentation de la subvention du blé importé. En 2023, le déficit devrait s'alléger à 5,9% du PIB, résultat essentiellement de l'amélioration des rentrées fiscales.

Pour ce qui est des échanges extérieurs, après une expansion de 24,3% en 2021, le rythme des exportations devrait ressortir à 12,5% en 2022, avant de décélérer à 3,4% en 2023, tirées principalement par l'augmentation des ventes de la construction automobile et par la hausse de celles du secteur des phosphates et dérivés en lien avec la flambée des cours à l'international. En parallèle, les importations devraient progresser de 14,9% en 2022, contre 24,5% en 2021, consécutivement à l'alourdissement de la facture énergétique, à la hausse des importations de blé et à l'accroissement des achats de biens de consommation. En 2023, l'augmentation des importations devrait se limiter à 1,1%, sous l'effet notamment d'un allègement de la facture énergétique. Les recettes de voyage, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, devraient afficher une reprise graduelle avec la réouverture des frontières, passant de 34,3 milliards en 2021 à 47 milliards en 2022 et à 70,9 milliards en 2023. Les transferts des MRE retrouveraient leur niveau d'avant crise, revenant à 79,3 milliards en 2022 et à 70,8 milliards en 2023, après un niveau exceptionnel de 93,3 milliards en 2021. Tenant compte de ces évolutions, le déficit courant devrait s'alourdir de 2,6% du PIB en 2021, à 5,5% en 2022, avant de s'alléger à 3,7% du PIB en 2023. Concernant les IDE, les recettes reviendraient à leur niveau moyen pour avoisiner l'équivalent de 3% du PIB en 2022 et 3,5% en 2023.

Concernant les avoirs officiels de réserves, et tenant compte en particulier de financements extérieurs du Trésor d'une enveloppe globale de 40 milliards en 2022 et de 21 milliards en 2023 et d'entrée de dons de 1,5 milliards en 2022 et en 2023, ils se situeraient à 342,8 milliards à fin 2022 et à 347,3 milliards à fin 2023, soit l'équivalent d'une couverture autour de 6 mois et demi d'importations de biens et services pour les deux années.

Sur le plan monétaire, les données récentes relatives au quatrième trimestre 2021 font ressortir un allègement à 69,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire du besoin de liquidité des banques, contre 83,2 milliards un trimestre auparavant, en raison notamment de la hausse des réserves de change. Quant aux placements du Trésor sur le marché monétaire, ils se sont établis à 7 milliards de dirhams en moyenne au lieu de 5,8 milliards au troisième trimestre, effectués majoritairement sur le marché de la pension livrée à un taux moyen de 1,38%. Bank Al-Maghrib a ainsi réduit le montant de ses injections à 83,4 milliards de dirhams. Les conditions monétaires ont également été caractérisées, par une augmentation des taux débiteurs de 9 points de base à 4,44% et une légère appréciation du taux de change effectif réel. Le crédit bancaire au secteur non financier a enregistré une hausse de 3,8%, quasi-similaire à celle observée au troisième trimestre. Cette évolution recouvre une accélération de la croissance des prêts aux entreprises privées, une décélération de celle des crédits aux ménages et une accentuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques.

Sur l'horizon de prévision, le déficit de liquidité bancaire devrait s'accroître à 75,1 milliards de dirhams en 2022, après 64,4 milliards en 2021 et à 88,3 milliards à fin 2023, tenant compte de l'évolution prévue des réserves de change de la Banque et de la hausse modérée de la monnaie fiduciaire. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression devrait s'établir autour de 4% en 2022 et 2023, contre 3,4% en 2021. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 1,3% sur l'horizon de prévision, sous l'effet notamment de la baisse de sa valeur en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des partenaires et concurrents commerciaux.

Dans ces conditions, l'inflation connaîtrait une forte accélération, passant de 1,4% en moyenne en 2021 à 4,7% en 2022, portée par le renchérissement des cours internationaux des matières premières alimentaires et énergétiques et la hausse de l'inflation importée conjugués à une très mauvaise campagne agricole. En 2023, elle devrait revenir à 1,9%, tandis que sa composante sous-jacente ralentirait à 2,6%, après 4,7% en 2022 et 1,7% en 2021.

Cet exercice de prévision intervient dans un contexte marqué par de fortes incertitudes et des risques importants liés au conflit russo-ukrainien et à ses implications. Ces tensions exacerbent l'envolée des prix des matières premières consécutive à la pandémie, fragilisent davantage la reprise économique et amplifient les risques inflationnistes. La matérialisation de ces risques peut significativement affecter le scénario central des projections macroéconomiques. Ainsi, la balance des risques est nettement orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. Pour ce qui est de la croissance, et en dépit des avancées réalisées en matière de vaccination, de la fin de la vague « Omicron », du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que des effets positifs escomptés de l'opérationnalisation du Fonds Mohammed VI pour l'investissement, des risques baissiers entourent la trajectoire centrale des prévisions de la croissance. Ces risques ont trait, sur le plan international, à une dégradation de la demande étrangère provenant particulièrement de la zone euro et au renchérissement des matières premières. S'agissant des perspectives de l'inflation, les risques à la hausse dominent et s'intensifient.



En effet, l'exacerbation du renchérissement des matières premières énergétiques et alimentaires, dans le cas du prolongement de la crise russo-ukrainienne et l'application des sanctions contre la Russie, l'augmentation des coûts du fret, et la persistance des goulets d'étranglement des chaînes mondiales d'approvisionnement pourraient entraîner une hausse plus forte et plus persistante que prévu des prix à la consommation. De même, les conditions climatiques défavorables et le stress hydrique risquent de peser sur les prix des produits alimentaires à prix volatils.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

La reprise de l'économie mondiale reste entourée de fortes incertitudes en liaison avec la situation en Ukraine. Les contraintes liées aux goulets d'étranglement, aux inégalités d'accès aux vaccins et à l'accélération de l'inflation, continuent également de peser sur l'activité économique. Les données d'avant le déclenchement du conflit en Ukraine relatives au quatrième trimestre 2021 font ressortir un net rebond, notamment dans les principales économies avancées. Dans les principaux pays émergents, les données montrent en particulier une nouvelle décélération de la croissance en Chine, en Inde et au Brésil.

Sur les marchés du travail, la situation a poursuivi son amélioration à fin janvier 2022 avec des taux de chômage en baisse dans la plupart des pays avancés. De leur côté, les marchés financiers ont été marqués au cours du mois de février par l'accentuation des tensions en raison de la situation en Ukraine et des inquiétudes suscitées par la flambée de l'inflation et les anticipations des hausses des taux directeurs. Parallèlement, le renchérissement des prix des produits énergétiques et alimentaires, amplifié par les sanctions économiques et financières imposées à la Russie, et la persistance des pénuries d'approvisionnement au niveau de certains produits, maintiennent l'inflation à des niveaux élevés dans les pays avancés et dans certaines des principales économies émergentes.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, après une décélération à 4,9% en glissement annuel au troisième trimestre, la croissance a rebondi à 5,6% au quatrième trimestre en raison principalement de la reconstitution des stocks des entreprises et de la hausse des dépenses de consommation. La croissance s'est accélérée dans la zone euro pour s'établir à 4,6% en glissement annuel après 4% le trimestre précédent, reflétant une hausse à 5,2% contre 3,4% en Espagne, à 5,4% après 3,5% en France et à 6,2% contre 3,9% en Italie. En revanche, l'Allemagne a vu son rythme d'activité ralentir à 1,8% contre 2,9%, le secteur industriel ayant été négativement affecté par les goulets d'étranglement, et la consommation des ménages par les nouvelles restrictions imposées suite à la propagation du variant Omicron.

Pour ce qui est des autres principales économies avancées, au Royaume-Uni, la croissance a ralenti à 6,5% au quatrième trimestre après 7% un trimestre auparavant, et au Japon, elle est revenue à 0,5% contre 1,2%.

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

	2019		2020		2021					
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Pays avancés										
Etats-Unis	2,3	2,6	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	0,5	12,2	4,9	5,6
Zone euro	1,8	1,1	-3,2	-14,6	-4,0	-4,3	-0,9	14,6	4,0	4,6
France	2,0	0,9	-5,5	-18,6	-3,6	-4,3	1,7	19,0	3,5	5,4
Allemagne	1,4	0,9	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-2,8	10,4	2,9	1,8
Italie	0,8	-0,3	-6,4	-18,5	-5,4	-6,1	0,1	17,7	3,9	6,2
Espagne	2,0	1,7	-4,3	-21,5	-8,7	-8,8	-4,3	17,7	3,4	5,2
Royaume-Uni	1,6	1,2	-2,1	-21,2	-7,8	-6,4	-5,0	24,6	7,0	6,5
Japon	0,8	-1,8	-1,8	-10,1	-5,3	-0,8	-1,8	7,3	1,2	0,5
Pays émergents										
Chine	5,9	5,8	-6,9	3,1	4,8	6,4	18,3	7,9	4,9	4,0
Inde	4,6	3,4	3,7	-21,4	-5,9	2,1	3,7	18,4	8,4	4,7
Brésil	1,1	1,4	-0,1	-10,7	-3,7	-0,9	1,3	12,3	4,0	1,7
Turquie	1,0	6,0	4,4	-10,4	6,3	6,2	7,3	21,9	7,5	9,1
Russie	2,6	2,9	1,4	-7,8	-3,5	-1,8	-0,7	10,5	4,3	N.D

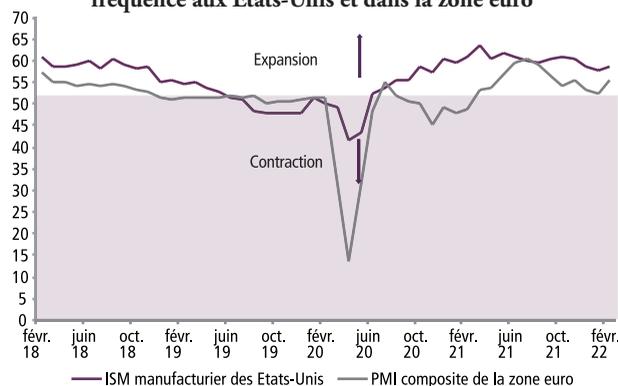
Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, la croissance en Chine a une nouvelle fois décéléré pour s'établir à

4% au quatrième trimestre après 4,9% un trimestre auparavant, en liaison notamment avec les restrictions imposées suite à l'apparition de foyers sporadiques de la Covid-19 et aux difficultés que connaît le secteur de l'immobilier. De même, le rythme de l'activité a ralenti en Inde, s'établissant à 4,7% contre 8,4% un trimestre auparavant, ainsi qu'au Brésil où il s'est établi à 1,7% après 4%. En revanche, la croissance s'est accélérée en Turquie, passant de 7,5% à 9,1%, portée principalement par la hausse de la consommation des ménages et des exportations. Pour ce qui est de la Russie, les données restent celles du troisième trimestre et indiquent une décélération à 4,3% après 10,5%.

S'agissant des indicateurs économiques avancés, l'indice PMI composite de la zone euro est ressorti en hausse à 55,5 points en février contre 52,3 points en janvier. De même, l'ISM manufacturier aux Etats-Unis a enregistré une augmentation à 58,6 points après 57,6 points.

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 3,8% en février contre 4% en janvier avec des créations d'emplois qui se sont inscrites en nette hausse à 678.000 postes contre 481.000 postes un mois auparavant.

Dans la zone euro, la situation a continué de s'améliorer en janvier avec un taux de chômage qui a poursuivi son recul pour s'établir à 6,8% après 7,0% en décembre. Dans les principaux pays de la zone, ce taux a reculé de 7,2% à 7,0% en France, de 3,2 à 3,1% en Allemagne, de 9% à 8,8% en Italie et de 13,0% à 12,7% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données les plus récentes datant du mois de novembre indiquent une stagnation du taux de chômage à 4,1% d'un mois à l'autre.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage

(en%)	2020	2021	2022		
			déc.	janv.	fév.
Etats-Unis	8,1	5,4	3,9	4,0	3,8
Zone euro	8,0	7,7	7,0	6,8	N.D
France	8,0	7,9	7,2	7,0	N.D
Allemagne	3,7	3,5	3,2	3,1	N.D
Italie	9,3	9,5	9,0	8,8	N.D
Espagne	15,5	14,8	13	12,7	N.D
Royaume-Uni	4,5	N.D	N.D	N.D	ND

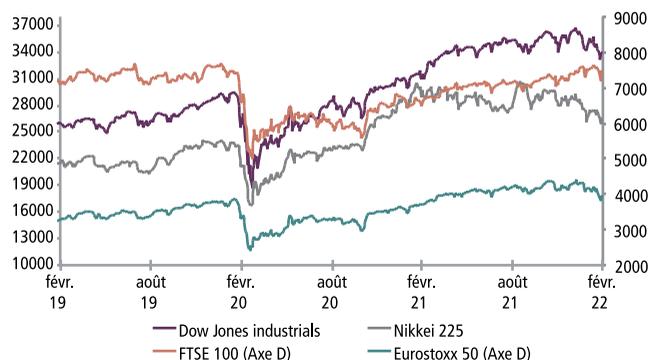
Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

Pris de court par les développements en Ukraine ainsi que par les inquiétudes suscitées par la flambée de l'inflation et les anticipations des hausses des taux directeurs, les marchés boursiers mondiaux ont accusé de forts replis entre janvier et février, avec des taux de 2,4% pour le Dow-Jones, de 4% pour l'Eurostoxx 50, et de 3,2% pour le Nikkei 225. Le FTSE 100 a, quant à lui, enregistré une légère progression de 0,5%. En parallèle, la volatilité a considérablement augmenté aussi bien sur les places américaines qu'européennes, le VIX atteignant 25,85 et le VSTOXX 28,23.

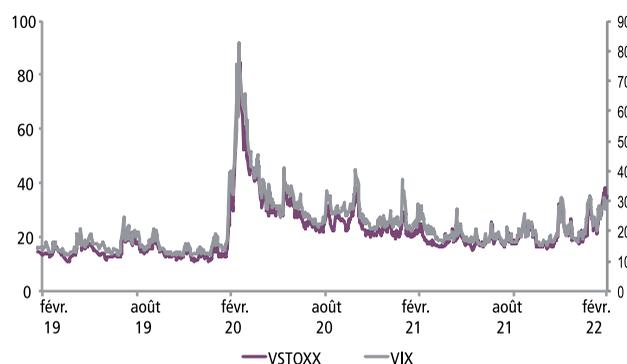
Du côté des pays émergents, et à l'exception du MSCI Brésil qui s'est apprécié de 5,7%, les principales bourses ont été marquées par des régressions, le MSCI EM ayant baissé entre janvier et février de 1,3%, reflétant principalement un repli de 1,6% en Chine et de 4,2% en Inde.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters.

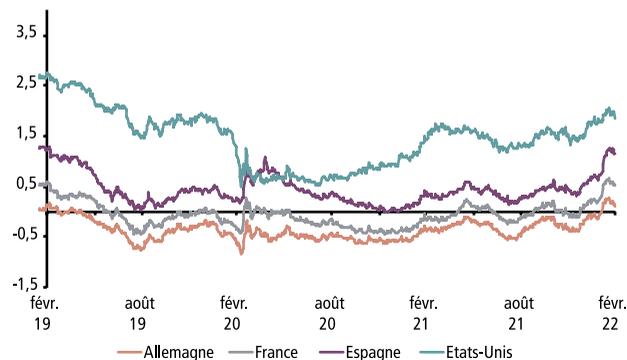
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

L'incertitude s'est également manifestée au niveau des rendements des obligations souveraines à 10 ans des principales économies avancées. Plus particulièrement, le taux des bons à 10 ans a augmenté entre janvier et février de 6 points de base (pb) à 1,83% pour les Etats-Unis, de 15 pb à 0,12% pour l'Allemagne, de 24 pb à 0,51% pour la France, de 43 pb à 1,16% pour l'Espagne et de 39 pb à 1,65% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, les taux souverains à 10 ans ont enregistré des hausses respectives de 7 pb à 2,79% pour la Chine, de 9 pb à 6,77% pour l'Inde, et de 58 pb à 23,07% pour la Turquie. En revanche, il a stagné au Brésil à 11,08%.

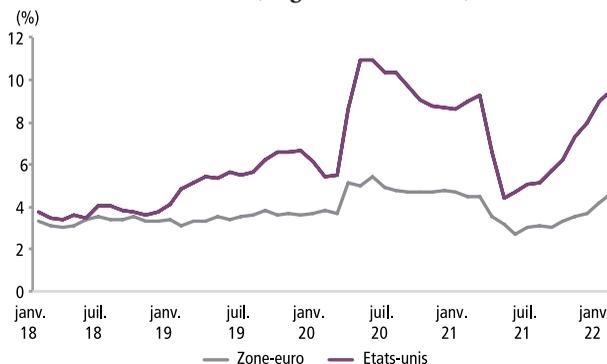
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité ont augmenté entre janvier et février de 3 pb à -0,53% et de 18 pb à 0,43% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en janvier à 9,5% aux Etats-Unis et à 4,6% dans la zone-euro.

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

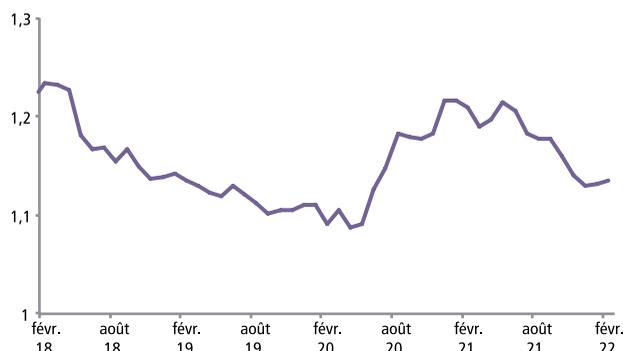


Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié entre janvier et février de 0,2% face au dollar, de 0,4% face à la livre sterling, et de 0,6% vis-à-vis du yen japonais. Pour les monnaies des principaux pays émergents, le renminbi chinois et le real brésilien ont affiché des appréciations respectives de 0,2% et de 6,1% par rapport au dollar, tandis que la roupie indienne et la livre turque ont marqué des dépréciations respectives de 0,7% et de 0,8% vis-à-vis du dollar. Pour ce qui est du rouble russe, il s'est déprécié entre janvier et février de 2,3% face au dollar. Plus particulièrement, les développements récents en Ukraine ont fait chuter

la monnaie russe à un plus bas historique, perdant plus de 20% face au dollar entre le 25 et 28 février.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



S'agissant des décisions de politique monétaire, la FED a décidé, lors de sa réunion des 15 et 16 mars, de relever de 25 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0,25%-0,5%] dans un contexte d'inflation élevée et d'un marché du travail jugé solide. Elle a également prévu de commencer à réduire la taille de son bilan lors d'une prochaine réunion. Il est à noter que les membres du Comité prévoient sept hausses d'ici la fin de l'année, en intégrant celle décidée lors de cette réunion.

De même, la BCE a décidé, le 10 mars, de garder inchangés ses taux directeurs et a déclaré que tout ajustement des taux interviendra quelque temps après la fin des achats nets dans le cadre de l'APP et se déroulera de manière progressive. Parallèlement, elle a indiqué que les achats d'obligations dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) seront réduits ce trimestre, avant de s'achever fin mars 2022. S'agissant de l'APP, elle a annoncé qu'elle mettra fin aux achats d'actifs plus rapidement que prévu, tout en signalant qu'elle se tient prête à revenir sur cette décision si les perspectives économiques changent. Ainsi, les achats s'élèveront à 40 milliards d'euros en avril, à 30 milliards d'euros en mai, et à 20 milliards d'euros en juin. De plus, compte tenu du contexte géopolitique actuel susceptible d'affecter négativement les marchés financiers de la zone-euro, le Conseil a décidé de proroger les opérations de pension

pour les banques centrales (EUREP) jusqu'au 15 janvier 2023.

Quant à la Banque d'Angleterre, son Comité a décidé, le 17 mars, de relever son taux directeur de 25 pb à 0,75% et a déclaré que la guerre en Ukraine est susceptible d'accentuer à la fois le pic de l'inflation et l'impact négatif sur l'activité en intensifiant la compression des revenus des ménages.

Du côté des pays émergents, la Banque centrale du Brésil a annoncé, le 16 mars, une nouvelle hausse de son taux directeur de 100 pb à 11,75%, dans le but de freiner l'inflation qui continue de surprendre à la hausse dans un contexte de pressions exacerbées par la guerre en Ukraine. Elle a également déclaré qu'une hausse d'une même ampleur est envisagée lors de sa prochaine réunion. Après avoir porté son taux directeur à 20% en février, la Banque centrale de la Russie a décidé, le 18 mars, de maintenir son taux directeur au même niveau, mettant en garde contre une incertitude considérable alors que l'économie subit une transformation structurelle à grande échelle. Il est à souligner qu'elle a suspendu en grande partie les négociations d'actions à la Bourse de Moscou depuis le 28 février, et ce afin de limiter l'impact des sanctions sur l'économie russe. De son côté, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, le 04 février, 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 17 mars de maintenir son taux directeur à 14%, citant des risques géopolitiques croissants et soulignant que la récente flambée de l'inflation n'est pas soutenue par les fondamentaux économiques.

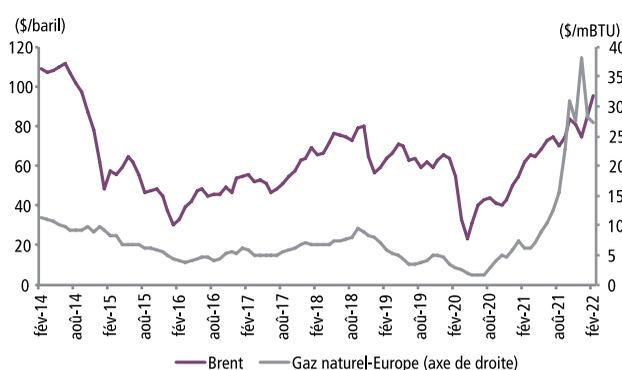
1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le cours du Brent poursuit sa hausse, s'établissant en moyenne à 95,76 dollars le baril en février, en hausse de 12% par rapport à janvier et de

54,6% en glissement annuel. Cette tendance reflète principalement les inquiétudes des marchés vis-à-vis de l'offre en lien avec les développements en Ukraine, conjugué à la reprise de la demande mondiale après le recul de la vague d'Omicron. A l'inverse, et après avoir enregistré un niveau record en décembre, le prix du gaz naturel Europe poursuit son repli en février, se situant à 27,2 dollars mBTU¹, et s'inscrivant en baisse de 3,6% en glissement mensuel, alors qu'il a été multiplié par plus de 4 fois en glissement annuel.

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

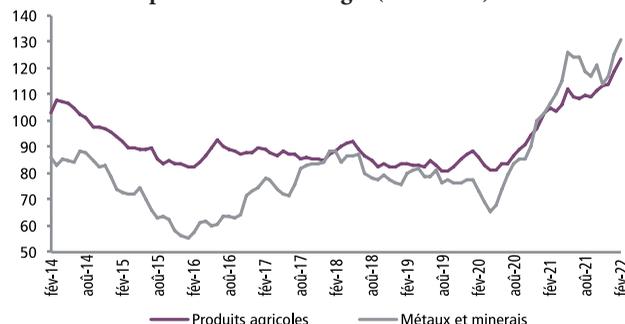


Source : Banque mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, les cours sont appréciés de 22,7% en glissement annuel en février, reflétant une hausse de 23,3% des prix des métaux et minerais et de 18,4% des produits agricoles, avec en particulier une hausse de 35% pour le blé dur américain ; la Russie et l'Ukraine représentant près d'un tiers des exportations mondiales du blé.

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

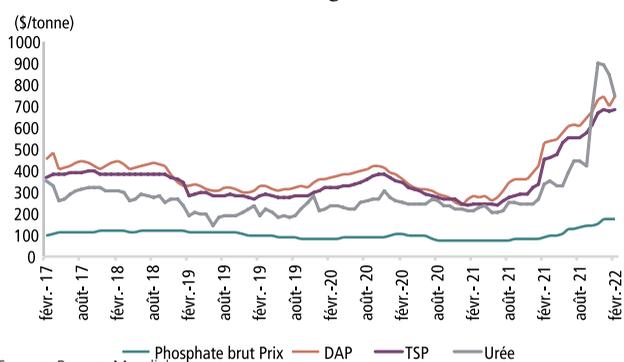


Source : Banque Mondiale.

¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

Sur le marché des phosphates et dérivés, hormis l'Urée dont le prix a reculé de 12,1% à 744,2 \$/t en février par rapport à janvier, les cours des autres produits ont marqué des hausses de 6,8% à 747,1 \$/t pour le DAP, de 1,7% à 687,5 \$/t pour le TSP et de 77,3% à 391,8 \$/t pour le chlorure de potassium. Pour sa part, le cours du phosphate brut est resté quasi-stable à 172,5 \$/t. En glissement annuel, les prix ressortent de fortes progressions, avec des hausses de 95,7% pour le phosphate brut, de 41,3% pour le DAP, de plus de moitié pour le TSP, de 122,1% pour l'Urée et de 93,5% pour le Chlorure de potassium.

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



Source : Banque Mondiale.

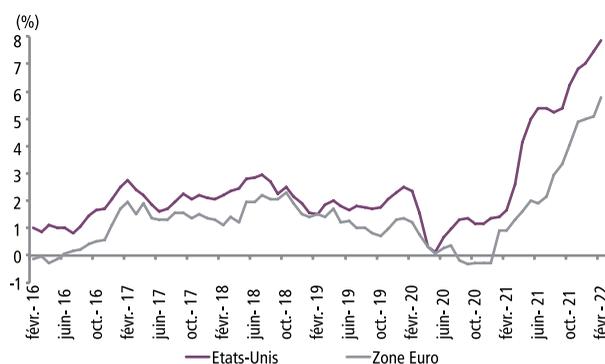
1.3.3 Inflation

La hausse sensible des prix des produits énergétiques et ceux alimentaires et la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre de certains produits, continuent d'alimenter les pressions inflationnistes. Dans ce sens, l'inflation aux Etats-Unis a atteint 7,9% après 7,5%, la plus élevée depuis janvier 1982, reflétant principalement la progression des prix de l'énergie, du logement et de l'alimentation. De même, l'inflation dans la zone euro a poursuivi sa hausse, atteignant 5,8% en février, niveau jamais enregistré auparavant, après 5,1% en janvier, reflétant notamment des accélérations de 5,1% à 5,5% en Allemagne, de 3,3% à 4,2% en France, de 6,2% à 7,6% en Espagne et de 5,1% à 6,2% en Italie. S'inscrivant dans la même tendance, l'inflation a augmenté au Japon s'établissant à 0,9% en

février, après 0,5% un mois auparavant, niveau le plus élevé depuis avril 2019. Pour ce qui est du Royaume Uni, les dernières données disponibles qui restent celles de janvier font ressortir une légère accélération de l'inflation de 5,4% à 5,5%.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation s'est de nouveau accélérée en février, passant de 8,7% à 9,2% pour la Russie, de 10,4% à 10,5% pour le Brésil et de 6% à 6,1% pour l'Inde, alors qu'elle a stagné à 0,9% en Chine au même mois.

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%)

	2020	2021	2021		2022
			déc.	janv.	févr.
Etats-Unis	1,2	4,7	7,0	7,5	7,9
Zone Euro	0,3	2,6	5,0	5,1	5,8
Allemagne	0,4	3,2	5,7	5,1	5,5
France	0,5	2,1	3,4	3,3	4,2
Espagne	-0,3	3,0	6,6	6,2	7,6
Italie	-0,1	1,9	4,2	5,1	6,2
Royaume-Uni	0,9	2,6	5,4	5,5	N.D
Japon	0,0	-0,2	0,8	0,5	0,9

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Après le repli lié à l'impact de la crise de la Covid-19, les échanges extérieurs ont connu une forte reprise en 2021, attribuable à la fois à la progression de la demande et à la hausse des cours internationaux des matières premières. Les exportations se sont ainsi accrues de 24,3% après une baisse de 7,5% en 2020 et les importations ont augmenté de 24,5% contre un repli de 13,9%. Le déficit commercial est ressorti en alourdissement de 40 milliards à 199,7 milliards de dirhams, après un allègement de 46,7 milliards un an auparavant, et le taux de couverture s'est quasiment stabilisé à 62,1%. En parallèle, les recettes voyages ont enregistré une diminution de 6% après celle de 53,7% en 2020, et les transferts des MRE ressortent en amélioration de 36,8% à 93,3 milliards. S'agissant des principales opérations financières, le flux net d'IDE a augmenté de 20,5% et celui des investissements directs marocains à l'étranger a régressé de 6,8% à 4,4 milliards. Au total, l'encours des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib s'est situé à 330,8 milliards de dirhams, soit une couverture de 6 mois et 10 jours d'importations de biens et services.

En janvier 2022, le rythme de progression des importations a connu une forte accélération à 39,5% en lien avec la flambée des cours de plusieurs produits, notamment ceux alimentaires et énergétiques. En parallèle, les exportations ont enregistré une croissance à 23% et le déficit commercial s'est creusé à 20,3 milliards contre 11,6 milliards en janvier 2021. Pour leurs part, impactées par la fermeture des frontières, les recettes voyages ont diminué de 58,6%, et les transferts des MRE, ont enregistré un recul de 9,7%, le premier depuis mars 2020. De même, les recettes des IDE se sont repliées de 4,5% et les dépenses des investissements directs des marocains à l'étrangers sont revenues de 2,2 milliards à 1,5 milliard. Pour ce qui est des avoirs officiels des réserves de Bank Al Maghrib, ils ont atteint à fin janvier 331,1 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 6 mois et 11 jours d'importations de biens et de services.

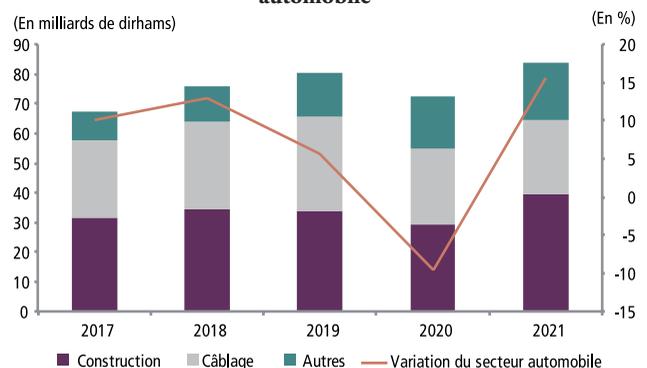
2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

En 2021, la hausse des exportations a été généralisée à l'ensemble des secteurs. Les ventes de phosphates et dérivés ont affiché un accroissement de 57,1% à 79,9 milliards. Cette évolution résulte de l'augmentation de 59,3% des expéditions des engrais naturels et chimiques et de 73,2% de ceux de l'acide phosphorique, suite en particulier à la hausse de leurs prix à l'export de 71,6% et 59,1% respectivement. Les exportations du secteur automobile se sont accrues de 15,9% à 83,8 milliards, sous l'effet essentiellement d'une progression de 35,2% des ventes du segment de la construction. Quant aux expéditions du secteur « textile et cuir », elles ont enregistré une progression de 21,6% à 36,4 milliards, traduisant des accroissements de 24,8% pour les « vêtements confectionnés » et de 29,5% pour les « articles de bonneterie ». S'agissant des ventes du secteur « agriculture et

agroalimentaire », elles se sont améliorées de 9,2% à 68,4 milliards, avec des hausses de 11% pour l'industrie alimentaire et de 7% pour les produits agricoles. Dans le même sens, les exportations du secteur aéronautique ont atteint 15,4 milliards, en augmentation de 21,9%, reflétant des améliorations de 31,6% pour le segment « assemblage » et de 5,7% pour l'« EWIS¹ ».

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

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

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

Secteurs/Segments	Année		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Exportations	326 902	263 089	63 813	24,3
Phosphates et dérivés	79 893	50 869	29 024	57,1
Automobile	83 783	72 283	11 500	15,9
Construction	39 491	29 216	10 275	35,2
Câblage	25 206	25 695	-489	-1,9
Interieur véhicules et sièges	7 174	7 400	-226	-3,1
Textile et Cuir	36 383	29 921	6 462	21,6
Vêtements confectionnés	22 623	18 132	4 491	24,8
Articles de bonneterie	7 519	5 804	1 715	29,5
Chaussures	2 680	2 410	270	11,2
Agriculture et Agro-alimentaire	68 375	62 600	5 775	9,2
Industrie alimentaire	36 392	32 795	3 597	11,0
Agriculture, sylviculture, chasse	30 032	28 055	1 977	7,0
Electronique et Electricité	13 252	10 315	2 937	28,5
Fils, câbles et autres conducteurs pour l'électr.	5 345	4 006	1 339	33,4
Composants électroniques (transistors)	3 880	2 808	1 072	38,2
Appareils pour la coup. la connex. circuits électr.	1 738	1 641	97	5,9
Aéronautique	15 435	12 660	2 775	21,9
Assemblage	10 385	7 891	2 494	31,6
EWIS	4 971	4 701	270	5,7
Autres extractions minières	5 004	3 446	1 558	45,2
Minerai de cuivre	1 674	1 111	563	50,7
Sulfate de baryum	889	369	520	-
Autres industries	24 777	20 995	3 782	18,0
Métallurgie et Travail des métaux	8 697	6 077	2 620	43,1
Industrie du plastique et du caoutchouc	2 053	2 042	11	0,5
Industrie pharmaceutique	1 365	1 151	214	18,6

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'augmentation des importations a été tirée essentiellement par un accroissement de 29,7% des achats de produits finis de consommation à 123,2 milliards. Cette évolution reflète notamment des hausses respectives de 46,5% et de 24,9% des acquisitions de voitures de tourisme et de leurs parties et pièces ainsi qu'une augmentation de 68,4% des importations de

médicaments et autres produits pharmaceutiques, attribuable essentiellement aux approvisionnements en vaccins anti-Covid-19. De même, la facture énergétique s'est alourdie de 51,6% à 75,6 milliards, avec des accroissements des achats du « gas-oils et fuel-oils » de 54,3%, du « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » de 45,9% et des « houilles ; cokes et combustibles solides similaires » de 47,4% %, sous l'effet principalement de la hausse des prix. Les importations de demi-produits se sont accrues de 23,7% à 115,3 milliards et celles de biens d'équipement de 12,5% à 123,8 milliards. S'agissant des autres groupements, les acquisitions des produits bruts ont affiché une augmentation de 47,2% à 28,6 milliards, tirées par un accroissement de plus que le double des acquisitions de « soufres brut et non raffinés », celles des produits alimentaires ont progressé de 8,4% à 59,9 milliards, avec une hausse de 33,2% des approvisionnements en « sucre brut ou raffiné ».

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

Groupements d'utilisation	Année		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Importations CAF	526 647	422 861	103 786	24,5
Produits finis de consommation	123 206	95 015	28 191	29,7
Voitures de tourisme	18 463	12 601	5 862	46,5
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	12 891	7 656	5 235	68,4
Parties et pièces pour voitures de tourisme	19 733	15 801	3 932	24,9
Produits énergétiques	75 639	49 878	25 761	51,6
Gas-oils et fuel-oils	35 969	23 316	12 653	54,3
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	17 430	11 944	5 486	45,9
Houilles; cokes et combustibles solides similaires	10 607	7 195	3 412	47,4
Demi produits	115 333	93 225	22 108	23,7
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	16 126	12 947	3 179	24,6
Ammoniac	6 876	3 991	2 885	72,3
Produits chimiques	12 136	9 670	2 466	25,5
Biens d'équipement	123 821	110 069	13 752	12,5
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	9 498	7 360	2 138	29,0
Moteurs à pistons	10 078	8 389	1 689	20,1
Groupes électrogènes et convertisseurs rotatifs électriques	1 730	547	1 183	-

Produits bruts	28 630	19 454	9 176	47,2
Soufres bruts et non raffinés	9 846	4 886	4 960	-
Huile de soja brute ou raffinée	5 775	3 905	1 870	47,9
Produits alimentaires	59 866	55 220	4 646	8,4
Sucre brut ou raffiné	5 926	4 448	1 478	33,2
Blé	14 294	13 505	789	5,8
Or industriel	152	0	152	-

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire s'est quasiment stabilisé à 64,2 milliards de dirhams, résultat d'un accroissement de 7,8 milliards des exportations et de 7,6 milliards des importations.

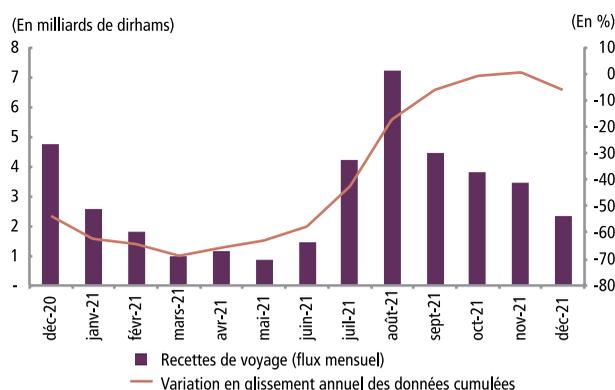
Tableau 2.3 : Evolution de la balance de services (en millions de dirhams)

	Année		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Importations	74 855	67 210	7 645	11,4
Exportations	139 018	131 196	7 822	6,0
Solde	64 163	63 986	177	0,3

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, après une baisse de 53,7% enregistrée en 2020, elles ont affiché un nouveau repli de 6% à 34,3 milliards de dirhams en 2021. En revanche, les dépenses au même titre ont connu une hausse de 1,1% à 10,7 milliards de dirhams.

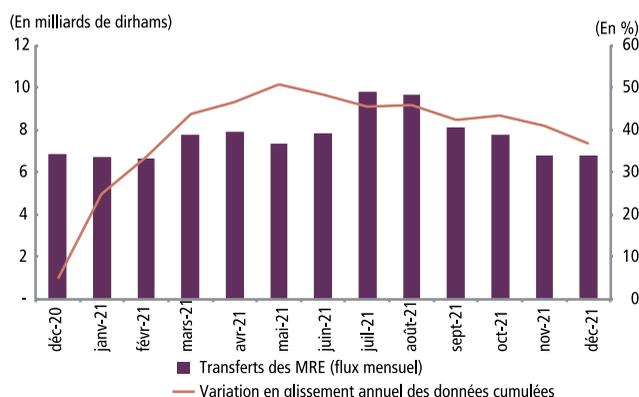
Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage



Source : Office des Changes.

Poursuivant leur bonne performance, les transferts des MRE ont augmenté de 36,8% pour s'établir à 93,3 milliards.

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 20,5% pour s'établir à 20,2 milliards, résultat d'une hausse de 17% des recettes à 32,2 milliards. Pour ce qui est du flux net des investissements directs des marocains à l'étranger, il a régressé de 6,8% à 4,4 milliards, traduisant des progressions de 10,5 milliards des cessions et de 10,2 milliards des investissements.

A fin 2021, l'encours des avoirs officiels de réserves a atteint 330,8 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 6 mois et 10 jours d'importations de biens et services.

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

	Année		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	20 176	16 744	3 432	20,5
Recettes	32 194	27 525	4 669	17,0
Dépenses	12 018	10 781	1 237	11,5
Investissements des marocains à l'étranger	4 353	4 670	-317	-6,8
Dépenses	17 949	7 773	10 176	-
Recettes	13 596	3 103	10 493	-

Source : Office des Changes.

Les données relatives au mois de janvier 2022 laissent constater un creusement du déficit commercial de 8,7 milliards, reflétant une augmentation notable de 39,5% des importations, plus importante que celle de

23% des exportations. Le taux de couverture est revenu ainsi de 68,3% à 60,2%

Le fort accroissement des importations est lié particulièrement à la flambée des cours de plusieurs produits notamment ceux alimentaires et énergétiques. Les acquisitions des produits alimentaires ont augmenté de 56,3%, intégrant des hausses des quantités de blé et d'orge de 138,6% et 144,9% à des prix en accroissement de 21,3% et de 40,3% respectivement. De même, la facture énergétique s'est alourdie de 67% reflétant des progressions de 85% pour le « gas-oils et fuel-oils » et de 49,6% pour le « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » suite à la hausse de leurs prix à l'import de 60,4% et 83,3% successivement.

L'augmentation des exportations est tirée principalement par la hausse de 4,3 milliards des ventes des phosphates et dérivés reflétant des hausses notables des prix à l'export. De même, les expéditions de l'agriculture et l'agroalimentaire ont enregistré une hausse de 8,4% suite à l'accroissement de 36,2% des ventes de l'industrie alimentaire. En revanche, les exportations du secteur automobile ont connu un repli de 11,5% suite aux contreperformances des branches « câblage » et « intérieur véhicules et sièges ». Les ventes de la construction automobile ayant en revanche progressé de 13%.

Pour leur part, impactées par la fermeture des frontières, les recettes voyages se sont inscrites en baisse de 58,6%, et les transferts des MRE, après avoir atteint des niveaux très élevés, ont enregistré un recul de 9,7%, le premier depuis mars 2020. Au niveau des autres rubriques de la balance des paiements, le flux net des investissements direct étrangers s'est situé à 710 millions de dirhams, en augmentation de 14,9% et celui des investissements des marocains à l'étranger s'est élevé à 332 millions soit un repli de 77,6%.

A fin janvier 2022, l'encours des avoirs officiels de réserves a atteint 331,1 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 6 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre 2021, les conditions monétaires ont été marquées par de légères hausses du taux de change effectif réel et des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression s'est quasiment stabilisée à 3,8%, avec notamment une accélération de celle des prêts aux entreprises privées et une décélération de celle des crédits aux ménages. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés de 7,6% et les créances nettes sur l'administration centrale ont augmenté de 10,3%. Au total, la croissance de la masse monétaire est revenue, d'un trimestre à l'autre, de 7,3% à 6,5%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs sont ressortis en légère hausse de 0,2% au quatrième trimestre, attribuable à des augmentations de 0,4% pour les biens résidentiels et de 2,3% pour ceux à usage professionnel. Les prix des terrains ayant, en revanche, accusé une baisse de 0,2%. Parallèlement, le nombre de transactions a augmenté de 35,1% globalement, avec des accroissements de 43,2% pour les biens résidentiels, de 20,9% pour les terrains et de 20,6% pour les actifs à usage professionnel.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié au quatrième trimestre de 1,3% et le volume des échanges s'est élevé à 26,9 milliards contre 16,1 milliards un trimestre auparavant. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une hausse trimestrielle de 2% à 690,7 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

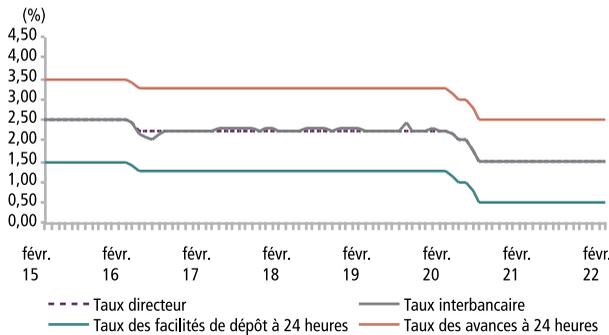
3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du quatrième trimestre de 2021, le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 69,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 83,2 milliards un trimestre auparavant, traduisant notamment la hausse des réserves de change de Bank Al-Maghrib. Quant aux placements du Trésor sur le marché monétaire, ils se sont établis à 7 milliards de dirhams en moyenne au lieu de 5,8 milliards au troisième trimestre, effectués majoritairement sur le marché de la pension livrée à un taux moyen de 1,38%. Dans ces conditions, la Banque a réduit le montant de ses injections à 83,4 milliards au lieu de 97 milliards, dont 34,5 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 24,3 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 24,7 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 28,6 millions sous forme de swap de change. Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est revenue de 44,4 jours à 41,1 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur à 1,50%.

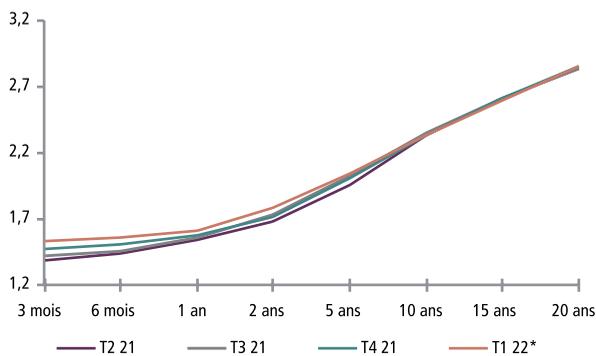
Pour l'ensemble de l'année 2021, le déficit de la trésorerie bancaire s'est allégé à 70,8 milliards de dirhams en moyenne contre 90,2 milliards en 2020. Ce repli s'explique principalement par l'augmentation de 24,7 milliards des réserves de changes de Bank Al-Maghrib et par le retour de la progression de la monnaie fiduciaire à des rythmes proches de ceux d'avant-crise.

Les dernières données disponibles indiquent une atténuation du besoin de la liquidité bancaire à 63,5 milliards en moyenne au cours des mois de janvier et février 2022.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux n'ont pas connu de variations significatives au quatrième trimestre aussi bien sur le marché primaire que secondaire. Durant les mois de janvier, ils ont enregistré globalement de légères hausses, essentiellement pour les maturités courtes.

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				2022
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janv.
52 semaines	1,68	1,79	1,43	1,42	1,41	1,40	-
2 ans	1,83	2,01	1,70	1,69	1,77	1,72	1,82
5 ans	2,10	2,20	1,96	1,96	2,04	2,01	2,09
10 ans	2,39	2,62	2,34	2,32	2,36	2,34	2,43
15 ans	-	2,80	2,64	2,63	2,64	2,64	2,71

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

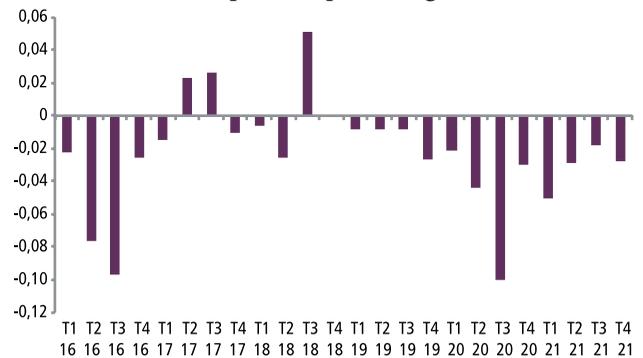
* Moyenne observée en janvier et février.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt se sont orientés globalement à la baisse au cours du quatrième trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu des replis trimestriels de 18 points de base à 2,16% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 15 points à 2,42% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹

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

des banques a connu une légère diminution comparativement au trimestre précédent.

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier indiquent une baisse mensuelle des taux créditeurs de 17 points de base à 2,02% pour ceux à 6 mois et une hausse de 9 points à 2,62% pour ceux à un an.

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

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au quatrième trimestre 2021 indiquent une hausse trimestrielle de 9 points de base du taux moyen global à 4,44%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont augmenté de 9 points, avec un accroissement de 18 points pour les prêts aux grandes entreprises et une diminution de 10 points pour ceux aux TPME. Quant aux taux appliqués aux particuliers, ils ont reculé de 4 points, recouvrant essentiellement une baisse pour les prêts à la consommation et une stabilité de ceux appliqués aux crédits à l'habitat.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2020		2021			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux global	4,34	4,42	4,45	4,32	4,35	4,44
Particuliers	5,15	4,98	5,19	5,19	5,20	5,16
Crédits immobiliers	4,31	4,33	4,33	4,26	4,24	4,24
Crédits à la consommation	6,46	6,40	6,50	6,64	6,51	6,47
Entreprises	4,16	4,28	4,23	4,04	4,17	4,26
Crédits de trésorerie	3,96	4,09	4,04	3,96	3,95	4,06
Crédits à l'équipement	4,51	4,23	4,49	4,13	4,84	4,58
Crédits immobiliers	5,85	5,84	5,81	5,59	5,71	5,78

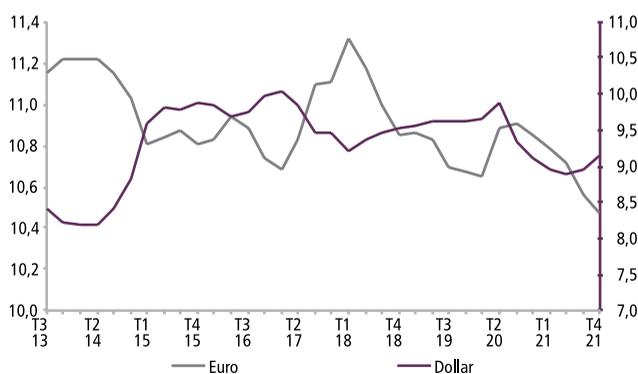
Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2020				2021			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
6 mois	2,73	2,64	2,50	2,36	2,42	2,23	2,34	2,16
12 mois	3,06	3,02	2,71	2,68	2,77	2,63	2,57	2,42

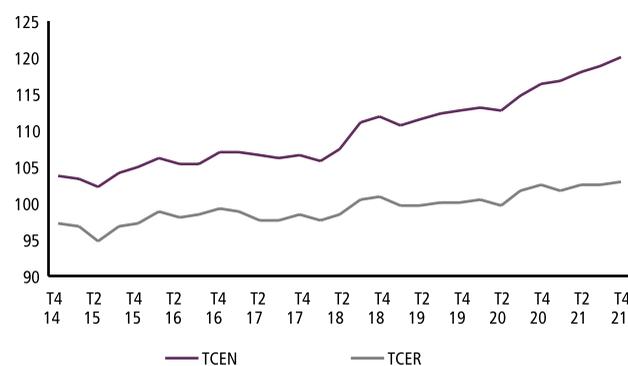
3.1.2 Taux de change

Durant le quatrième trimestre 2021, l'euro s'est déprécié de 2,98% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,88% vis-à-vis de l'euro et s'est dépréciée de 2,14% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 23,93% par rapport à la livre turque et s'est déprécié de 3,28% face au yuan chinois. Dans ces conditions, le taux de change effectif a augmenté de 1,03% en termes nominaux et de 0,2% en termes réels.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

En ce qui concerne les transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle s'est accru de 36% à 35,7 milliards de dirhams pour les ventes et de 22,5% à 31,8 milliards pour les achats. De même, les achats à terme ont augmenté de 34% à 16,8 milliards et les ventes à terme de 55,9% à 6,6 milliards. Dans le cadre des opérations des adjudications d'achat en devises, Bank Al-Maghrib a retenu, durant le quatrième trimestre, un montant total de 979 millions de dollars, soit l'équivalent de 9 milliards de dirhams. Dans ces conditions, les banques ont affiché, à fin décembre, une position de change déficitaire de 3,7 milliards contre un excédent de 3,5 milliards à fin septembre 2021.

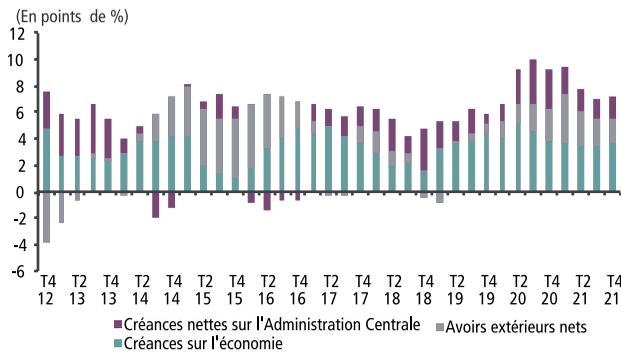
3.1.3 Situation monétaire

La progression de l'agrégat M3 est revenue à 6,5% au quatrième trimestre après 7,3% au troisième trimestre. Par principales composantes, l'accroissement des dépôts à vue a décéléré de 8,4% à 7,6%, reflétant le ralentissement de la croissance des dépôts des ménages de 7,2% à 6,6% et de ceux des autres sociétés non financières de 12,6% à 8,7%. Dans le même temps, les dépôts en devises et les titres des OPCVM monétaires ont vu leur progression revenir respectivement à 18,9% et à 23,9%, après 20,1% et 30,3% un trimestre auparavant. En revanche, la monnaie fiduciaire a augmenté de 5,9% après 4,7% au troisième trimestre et les dépôts à terme se sont accrus de 2,8% au lieu de 2%, sous l'effet notamment de l'atténuation de la baisse de ceux des sociétés non financières privées de 15% à 4,3%.

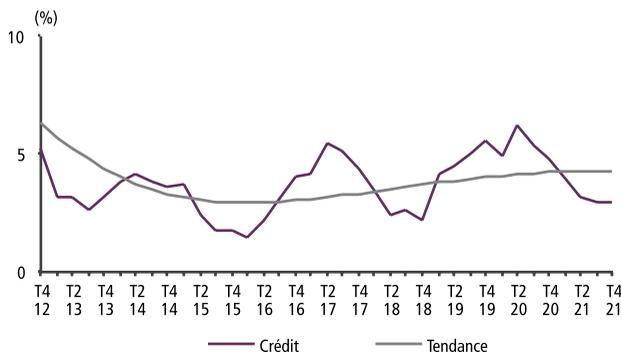
Sur l'ensemble de l'année, la décélération du rythme de croissance de l'agrégat M3 à 5,1%, après 8,4% en décembre 2020, reflète notamment un net ralentissement de la progression de la monnaie fiduciaire, revenant de 20,1% en 2020 à 6,5% en 2021, et des dépôts à vue auprès des banques à 7,6% après 10,6%.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre des accélérations de la croissance de 4,1% à 7,6% pour les avoirs officiels de réserve et de 9,4% à 10,3% pour les créances nettes sur l'administration centrale ainsi qu'une quasi-stabilité du rythme d'accroissement du crédit bancaire à 3%.

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



Graphique 3.7 : Variation en glissement annuel du crédit



Concernant en particulier le crédit au secteur non financier, sa progression annuelle s'est quasiment stabilisée à 3,8% au quatrième trimestre, résultat d'une accélération de celle des prêts accordés aux entreprises privées, d'une accentuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques et d'un ralentissement de l'accroissement des crédits aux ménages.

Ainsi, l'encours du crédit aux entreprises privées a augmenté de 4,1% après 2,9% un trimestre

auparavant, traduisant notamment l'amélioration des prêts à l'équipement de 1,7%, après une diminution de 2,6%, et l'accélération de la croissance des facilités de trésorerie de 8,6% à 9,4%.

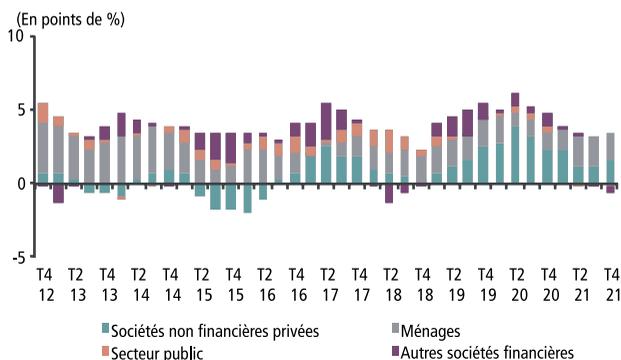
S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, ils ont connu un repli de 5,4% après celui de 3,4%, avec une accentuation de la baisse des prêts à l'équipement de 11,4% à 19% et une hausse de 0,7% des facilités de trésorerie contre un recul de 1,4% au troisième trimestre.

Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, ils se sont accrus de 0,6% après une baisse de 1,4%, avec une accélération de la croissance des facilités de trésorerie de 2,9% à 7,8% et une atténuation de la diminution des crédits destinés à la promotion immobilière de 18,2% à 8,5%.

Quant aux prêts aux particuliers, leur progression est revenue de 6,4% à 5,3%, recouvrant une décélération de celle des crédits à l'habitat de 6,5% à 5% et une accélération de celle des prêts à la consommation de 1,8% à 2,5%.

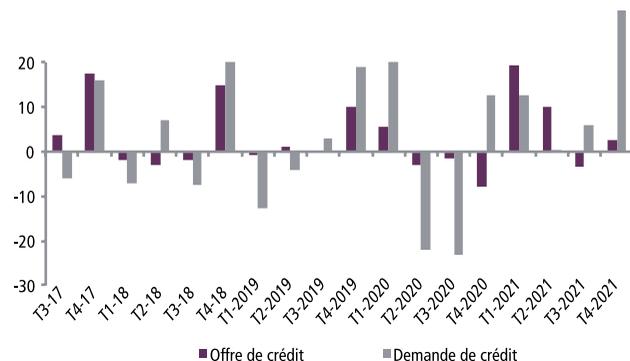
Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de décembre 2021 indiquent des accélérations de la progression des crédits accordés au secteur du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » de 1,8% à 8% et de ceux à la branche « Electricité, gaz et eau » de 0,1% à 9,7%. De même, les prêts destinés au secteur de l'« Agriculture et pêche » ont connu une amélioration de 7,8% après une diminution de 2,3%. En revanche, les rythmes d'accroissement des concours aux « Industries manufacturières diverses », et aux « Transports et communications » ont décéléré respectivement de 35,6% à 18,9% et de 5% à 2,7%. Quant aux crédits au secteur du « bâtiment et travaux publics », leur baisse s'est atténuée de 4,4% à 1,7%.

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



Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 5,6% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est quasiment stabilisé à 8,7%. Elles se sont accrues de 4,9% pour les entreprises non financières privées et de 7,6% pour les ménages avec des ratios à l'encours du crédit de 11,6% et 10,1% respectivement.

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



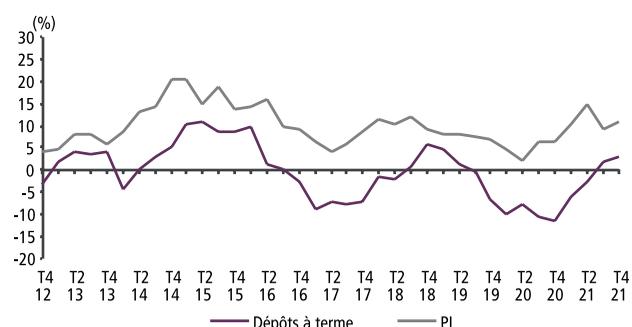
Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 3,8% au quatrième trimestre après 0,4% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre notamment une accélération de la progression des crédits accordés par les sociétés de financement de 2,6% à 3,7% et un accroissement de 9,9% de ceux distribués par les banques off-shores après un repli de 11,1%.

En comparaison annuelle, la croissance du crédit bancaire au secteur non financier ressort en décélération à 3,4% après 4% en 2020, reflétant un ralentissement pour les crédits aux entreprises privées de 4,7% à 4,4%, une baisse de 13%, après une hausse de 0,7%, des prêts aux entreprises publiques et une accélération de la progression des crédits destinés aux ménages de 3,6% à 4,6%.

Les dernières données disponibles indiquent une croissance du crédit bancaire de 3,4% en janvier, traduisant une accélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux autres sociétés financières à 4% et une décélération de ceux destinés au secteur non financier à 3,3%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur taux de progression annuel est passé de 9,4% au troisième trimestre à 10,9% quatrième trimestre. Cette évolution reflète des accélérations de la croissance de 4,7% à 6,9% pour les bons du Trésor, de 60% à 69,5% pour les titres des OPCVM actions et diversifiés et une décélération de 6,5% à 5,1% de celle des titres des OPCVM obligataires.

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



3.2 Prix des actifs

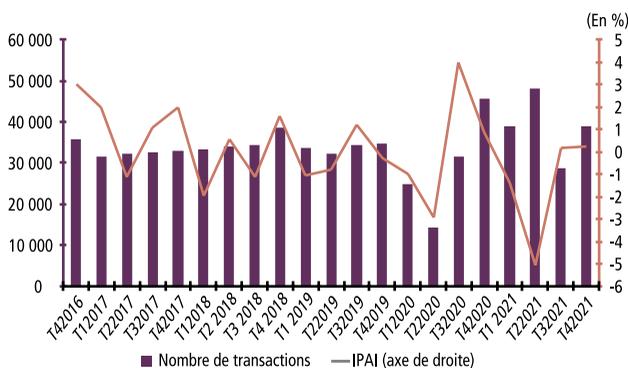
3.2.1 Actifs immobiliers

Au quatrième trimestre de 2021, l'indice des prix des actifs immobiliers a connu une légère hausse de 0,2%, reflétant des progressions de 0,4% pour les biens résidentiels et de 2,3% pour ceux à usage professionnel. A l'inverse, les prix des terrains ont connu une baisse de 0,2%. En parallèle, le nombre de transactions a enregistré un accroissement de 35,1% avec des augmentations de 43,2% pour le résidentiel, de 20,9% pour les terrains et de 20,6% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau des principales villes, à l'exception de Marrakech, El Jadida et Oujda où les prix ont baissé respectivement de 2,5%, de 1% et de 0,1%, l'ensemble des principales villes, ont connu des hausses de prix avec des taux allant de 0,3% à Fès à 3,9% à Rabat. S'agissant du nombre de transactions, il a enregistré des accroissements allant de 5,6% à El Jadida à 65% à Casablanca.

Sur l'ensemble de l'année, l'indice des prix a accusé en moyenne une baisse de 3,2%, traduisant les régressions de 4% des prix des actifs résidentiels, de 1,7% de ceux des terrains et de 4,3% de ceux des biens à usage professionnel. Quant au nombre de transactions, il a connu un bond de 32,8%, résultat des accroissements de 26,1% pour le résidentiel, de 50,1% pour les terrains et de 45,9% pour les biens à usage professionnel.

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



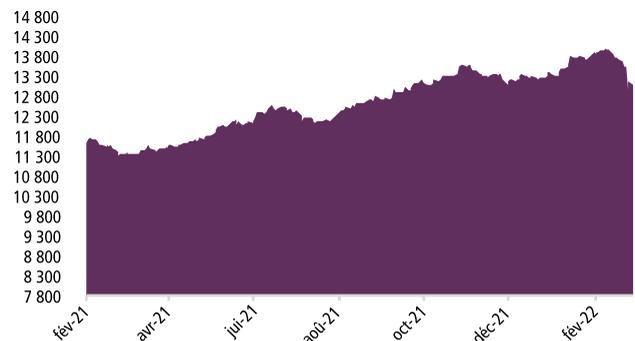
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

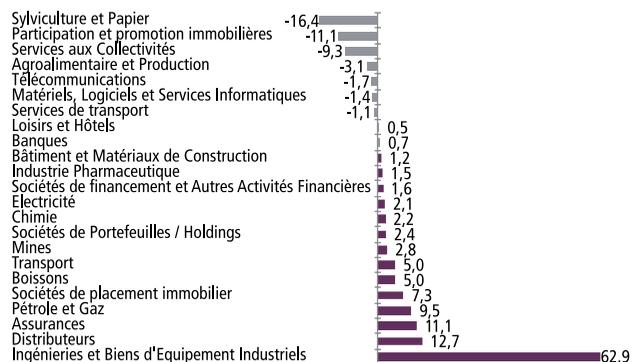
Au cours du quatrième trimestre de 2021, le MASI a enregistré une hausse de 1,3%, portant ainsi sa progression sur l'ensemble de l'année à 18,3%. Cette évolution trimestrielle reflète notamment les progressions des indices des secteurs des distributeurs de 12,7%, des assurances de 11,1% et du « pétrole et gaz » de 9,5%. En revanche, ceux de l'immobilier et de l'agroalimentaire ont baissé de 11,1% et 3,1% respectivement.

Graphique 3.12 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des transactions, il a atteint 26,9 milliards contre 16,1 milliards un trimestre auparavant. Par compartiment, le chiffre d'affaires s'est élevé à 13,5 milliards après 7,8 milliards sur le marché central actions et de 6,4 milliards à 12,6 milliards sur le marché de blocs.

Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 2% à 690,7 milliards de dirhams.

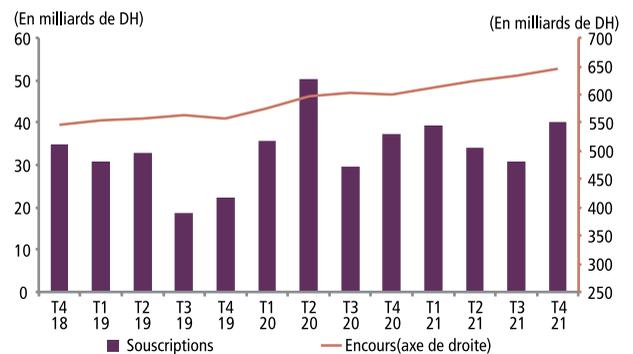
Les dernières données disponibles indiquent un repli du MASI de 5,9% en février après une progression de 3,9% en janvier, affichant ainsi une contreperformance annuelle de 2,2%. Cette évolution s'explique notamment par la baisse des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 11,8%, de l'agroalimentaire de 8% et des banques de 4,8%. A l'inverse ceux de l'immobilier et des boissons ont marqué des augmentations respectives de 5,5% et de 2%. Concernant le chiffre d'affaires, il s'est chiffré à 4,2 milliards en février après 3,8 milliards en janvier. La capitalisation s'est établie à 681,9 milliards en baisse de 1,3% depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 40,2 milliards de dirhams au quatrième trimestre, en progression trimestrielle de 30,5%. Elles ont porté à hauteur de 55% sur des maturités moyennes et de 31% sur celles longues. Au terme de l'année 2021, le Trésor a maintenu ses levées sur le marché intérieur à un niveau élevé, soit 144,5 milliards de dirhams après 152,6 milliards en 2020.

En janvier 2022, les émissions du Trésor se sont élevées à 30,2 milliards de dirhams, contre 6,5 milliards en décembre 2021 et ont porté sur des maturités moyennes pour 75% et longues pour 25%. Tenant compte des remboursements d'un montant de 10,1 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est chiffré à 666,7 milliards, en accroissement de 3,1% d'un mois à l'autre.

Graphique 3.14 : Evolution des bons du Trésor



Source : BAM.

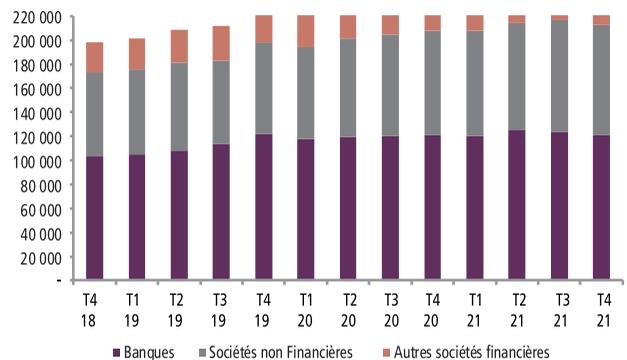
3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont diminué de 13,1% à 12,6 milliards de dirhams au quatrième trimestre 2021. Les banques ont levé un montant de 7,2 milliards contre 4,2 milliards le trimestre précédent et les entreprises non financières 1,8 milliard après 6,2 milliards.

Sur l'ensemble de l'année, les émissions de titres privés ont accusé une baisse de 21,3% à 59,1 milliards. Cette évolution résulte principalement de la contraction de 45,9% des émissions des entreprises non financières et de 15,9% de celles des banques.

En janvier 2022, les levées se sont établies à 2,9 milliards et l'encours s'est chiffré à 249,3 milliards contre 250,6 milliards à fin décembre 2021.

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

Durant le quatrième trimestre de l'année, les souscriptions aux titres des OPCVM ont augmenté de 16% à 301,5 milliards et les rachats de 18,9% à 302,5 milliards, soit une décollecte nette de 998,6 millions de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la hausse pour l'ensemble des fonds, avec des taux variants entre 0,37% pour les fonds monétaires et 1,12% pour ceux actions.

Le volume des souscriptions aux titres des OPCVM s'est ainsi élevé à 1085,6 milliards de dirhams en 2021, en progression de 15,5%. Tenant compte d'un montant de rachats de 1037,5 milliards de dirhams, la collecte nette ressort en hausse à 48,1 milliards contre 40,2 milliards en 2020.

Les données du mois de février indiquent une hausse, depuis le début de l'année, de l'actif net des OPCVM de 1,2% à 600,2 milliards de dirhams. Cette progression reflète notamment des augmentations de 19,8% pour les fonds obligataires à court terme, de 2,4% pour ceux monétaires et de 0,9% pour les OPCVM diversifiées.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

La situation des charges et ressources du Trésor de 2021 fait ressortir un déficit budgétaire, hors produit de cessions des participations de l'Etat, de 76,3 milliards, ou 6,4% du PIB, contre un déficit de 75,1 milliards prévu par la loi de finances et 82,3 milliards ou 7,6% du PIB réalisé en 2020. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 10%, reflétant des progressions de 8,8% des rentrées fiscales et de 18,7% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 9,5%, résultat essentiellement de hausses de 6,4% des dépenses de biens et services, de 61,4% de la charge de compensation et de 16,5% des transferts aux Collectivités Territoriales. L'évolution du déficit tient compte aussi de la baisse de 3 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 3,4 milliards, incluant un solde négatif de 4,1 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie de la Covid-19. Pour leur part, les dépenses d'investissement se sont repliées de 9,5% à 77,7 milliards.

L'exécution budgétaire à fin février 2022 fait ressortir un déficit de 10,5 milliards contre 12,6 milliards un an auparavant. Cette évolution résulte d'une amélioration de 9,6% des recettes ordinaires et d'un alourdissement de 11,2% des dépenses ordinaires. Celui-ci recouvre essentiellement des hausses de 17,8% des dépenses des autres biens et services et de 81,5% de la charge de compensation ainsi qu'une baisse de 0,4% des dépenses du personnel. Le solde ordinaire ressort ainsi déficitaire de 8,4 milliards, contre 6,9 milliards un an auparavant. Celui des comptes spéciaux du Trésor s'est amélioré de 32,2% à 12,8 milliards.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 8,5 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 19 milliards à fin février 2022, au lieu de 13,5 milliards à la même période en 2021. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 18,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 947 millions. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 2,6% par rapport à son niveau à fin décembre 2021. Quant aux conditions de financement du Trésor, elles ressortent globalement favorables, avec toutefois une légère hausse des taux moyens pondérés des titres émis par adjudication.

4.1 Recettes ordinaires

Les recettes ordinaires réalisées à fin février 2022 se sont améliorées de 9,6% à 44,3 milliards, reflétant une progression de 10,1% des rentrées fiscales à 41,5 milliards et une hausse de 7% de celles non fiscales à 2,2 milliards. L'évolution favorable du produit fiscal concerne toutes les catégories d'impôts et taxes à l'exception de la TVA à l'intérieur.

En détail, les impôts directs ont drainé 12,2 milliards de dirhams, en hausse de 3,2%, en liaison essentiellement avec l'accroissement de 6,9% à 2,4 milliards des rentrées de l'IS. Quant aux recettes de l'IR, elles ont progressé de 1,4% à 9,5 milliards, tirées par des hausses des recettes de l'IR sur salaires et l'IR professionnel. Cette progression limitée est due également à un effet de base après les opérations de régularisation spontanée de la situation fiscale du contribuable en 2021.

Pour leur part, les recettes des impôts indirects se sont améliorées de 14,1% à 22,7 milliards, reflétant essentiellement des accroissements de 13% à 18 milliards des rentrées de la TVA et de 18,5% à 4,7 milliards de celles de la TIC. Celles-ci traduisent notamment des augmentations de 22,9% à 1,9 milliard de la TIC sur les tabacs et de 10% à 2,4 milliards de la TIC sur les produits énergétiques. La hausse de la TVA recouvre une augmentation de 26,5% à 10,6 milliards des recettes de la TVA à l'importation, suite notamment à la hausse des importations, et un recul de 2% à 7,4 milliards de celles de la TVA à l'intérieur, sous l'effet principalement de la hausse des remboursements des crédits TVA à 1,6 milliard au lieu de 1,1 milliard un an auparavant.

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

	Janv. févr. 2021	Janv. févr. 2022	Var en %	LF 2022	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	40,4	44,3	9,6	286,8	15,5
Recettes fiscales	37,8	41,5	10,1	251,8	16,5
- Impôts directs	11,8	12,2	3,2	97,7	12,5
Dont I.S	2,2	2,4	6,9	51,4	4,6
I.R	9,4	9,5	1,4	43,0	22,1
- Impôts indirects	19,8	22,7	14,1	127,1	17,8
TVA*	15,9	18,0	13,0	96,4	18,7
TIC	3,9	4,7	18,5	30,8	15,1
- Droits de douane	1,7	1,9	12,7	12,0	16,1
- Enregistrement et timbre	4,4	4,8	9,0%	14,9	32,1
Recettes non fiscales	2,1	2,2	7,0%	30,9	7,1%
- Monopoles et participations	0,6	0,8	32,6	14,0	5,8
- Autres recettes	1,5	1,4	-3,9	17,0	8,2
Recettes des CST	0,6	0,6	-10,2	4,1	13,7

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues de 12,7% à 1,9 milliard et de 9% à 4,8 milliards, respectivement.

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

Quant aux recettes non fiscales, elles ont progressé de 7% à 2,2 milliards à fin février 2022 et les « autres recettes » se sont établies à 1,4 milliard, dont 881 millions au titre des produits des Ministères et 247 millions provenant des dons CCG.

4.2 Dépenses

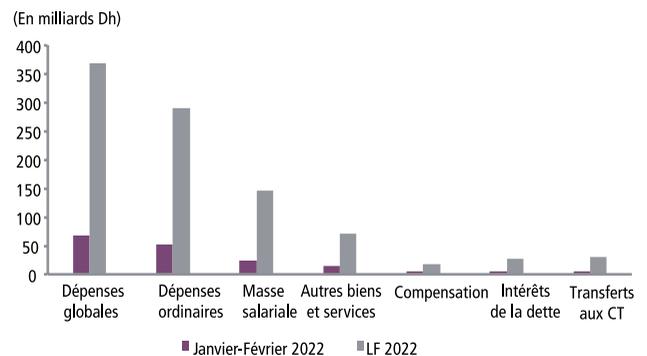
Les dépenses globales se sont alourdies de 7,9% à 67,6 milliards de dirhams, résultat d'un accroissement de 11,2% à 52,7 milliards de celles ordinaires et d'une régression de 2,4% à 14,9 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services se sont établies à 37,8 milliards, en augmentation 5,5% par rapport à fin février 2021, recouvrant une hausse de 17,8% à 13,8 milliards de celles des autres biens et services et une baisse de 0,4% à 24 milliards de la masse salariale. Cette dernière reflète des augmentations de 1,3% de sa composante structurelle et de 28,1% des rappels. L'évolution des dépenses des autres biens et services incorpore notamment une hausse de 16,9% à 6,9 milliards des transferts au profit des établissements et entreprises publics et une stagnation des versements aux comptes spéciaux du Trésor à 445 millions de dirhams.

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

	Janv. févr. 2021	Janv. févr. 2022	Var en %	LF 2022	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	62,7	67,6	7,9	369,0	18,3
Dépenses ordinaires	47,4	52,7	11,2	291,0	18,1
Biens et services	35,8	37,8	5,5	217,0	17,4
Personnel	24,1	24,0	-0,4	147,5	16,3
Autres biens et services	11,7	13,8	17,8	69,4	19,8
Intérêts de la dette	3,9	4,2	9,0	28,1	15,0
Compensation	2,9	5,3	81,5	17,0	31,0
Transferts aux CT	4,8	5,4	13,0	28,9	18,7
Investissement	15,3	14,9	-2,4	78,0	19,2

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

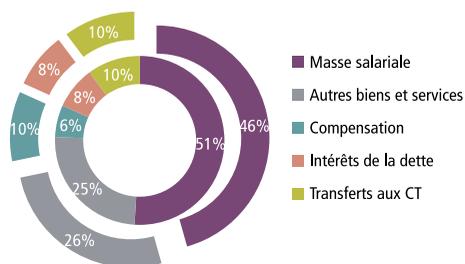
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette ont augmenté de 9% à 4,2 milliards, recouvrant un accroissement de 20,2% à 3,7 milliards de celles sur la dette intérieure et une diminution de 36,7% à 479 millions de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



Anneau intérieur : Janvier-Février 2021
 Anneau extérieur : Janvier-Février 2022

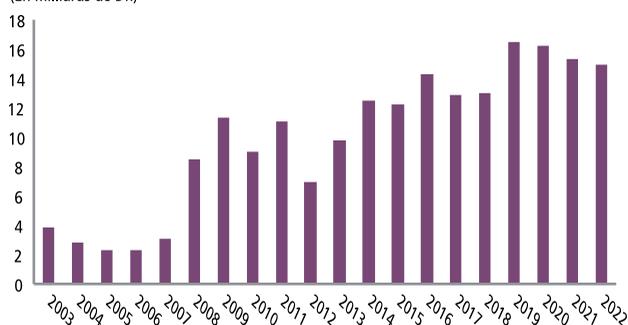
Sources : MEF (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour ce qui est de la charge de compensation, elle s'est accrue de 81,5% à 5,3 milliards de dirhams, soit un taux d'exécution de 31% par rapport à la programmation de la loi de finances, sous l'effet principalement d'une appréciation de 58,8% du cours moyen du gaz butane à 856 dollars la tonne.

Pour leur part, les dépenses d'investissement se sont élevées à 14,9 milliards, en régression de 2,4% comparativement à fin février 2021, recouvrant principalement une diminution de 4,5% des charges communes et une hausse de 3,9% des dépenses des Ministères. Comparativement aux prévisions de la loi de finances, le taux d'exécution des investissements en termes d'émissions est ressorti à 19,2%.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin février

(En milliards de Dh)

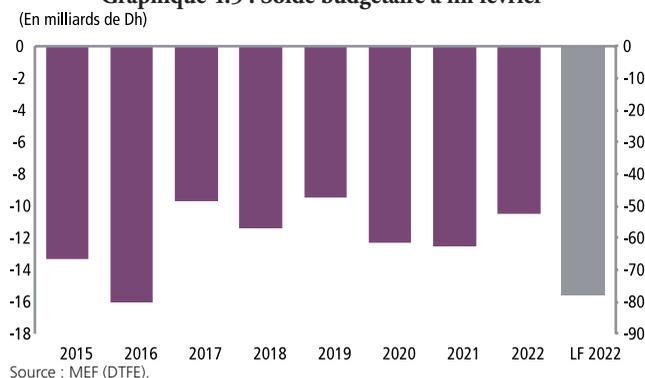


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que de l'amélioration du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation du Trésor s'est soldée par un déficit de 10,5 milliards contre 12,6 milliards un an auparavant. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 8,5 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 19 milliards, au lieu de 13,5 milliards à la même période en 2021.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin février



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 18,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 947 millions de dirhams. Les tirages extérieurs bruts ont atteint 2,2 milliards, dont 1,3 milliard proviennent de la Banque Africaine de Développement et 474 millions de la Banque mondiale.

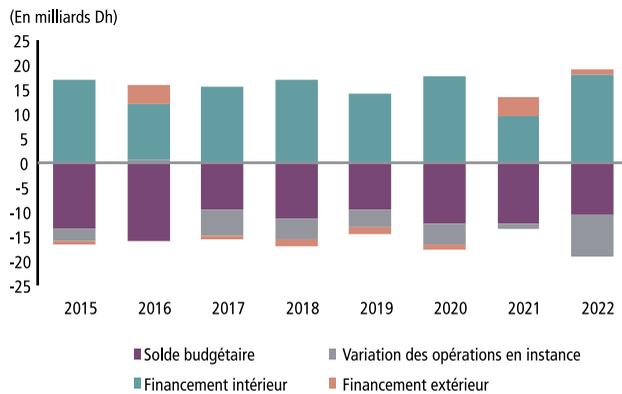
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Janv.-févr. 2021	Janv.-févr. 2022	LF 2022
Solde ordinaire	-6,9	-8,4	-4,2
Solde des CST	9,7	12,8	4,5
Solde primaire	-8,7	-6,3	-49,6
Solde budgétaire	-12,6	-10,5	-77,6
Variation des opérations en instance	-0,9	-8,5	
Besoin de financement	-13,5	-19,0	-77,6
Financement intérieur	9,6	18,1	52,0
Financement extérieur	3,8	0,9	20,7
Produit de cession de participations de l'Etat	0,0	0,0	5,0

Source : MEF (DTFE).

En ce qui concerne le financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 21,3 milliards, contre 6,7 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté sur les bons à 2 ans à hauteur de 13,1 milliards et sur ceux à 5 ans pour un montant de 12,8 milliards. Pour les maturités longues, elles ont concerné les bons à 10 ans pour un montant de 6,9 milliards et ceux à 30 ans pour 622 millions. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné les bons à 52 semaines pour un montant de 11 milliards, ceux à 13 semaines pour 400 millions et ceux à 15 ans pour 357 millions.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin février *



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

Source : MEF (DTFE).

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications demeurent globalement favorables, bien que les taux moyens pondérés ressortent en légère hausse à fin février 2022 par rapport à la même période en 2021. Ils ont ainsi augmenté de 12 points de base (pdb) à 2,08% pour les maturités à 5 ans, de 11 pdb à 1,82% pour celles à 2 ans, de 7 pdb à 2,43% pour les bons à 10 ans et de 5 pdb à 2,70% pour ceux à 15 ans. En revanche, une baisse de 6 pdb à 3,28% a été enregistrée pour les bons à 30 ans.

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

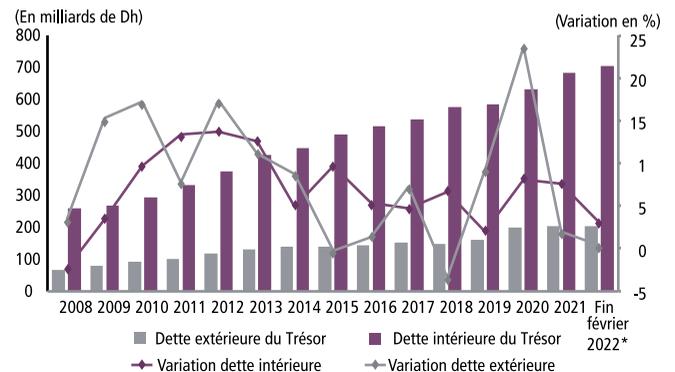
	2017	2018	2019	2020	2021	Fin févr. 2022*
Dette extérieure du Trésor	153,2	148,0	161,6	199,7	203,7	204,7
Var en %	7,3	-3,4	9,2	23,6	2,0	0,5
Dette intérieure du Trésor	539,1	574,6	585,7	632,9	681,5	703,2
Var en %	4,8	6,6	1,9	8,1	7,7	3,2
Encours de la dette directe	692,3	722,6	747,2	832,6	885,3	907,9
Var en %	5,3	4,4	3,4	11,4	6,3	2,6

* Pour la dette à fin février 2022, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Source : MEF (DTFE).

Dans ces conditions, les estimations basées sur les flux de financement font ressortir une progression de 2,6% de la dette directe, avec des augmentations de 3,2% de sa composante intérieure et de 0,5% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : MEF (DTFE).

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2021

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2021 fait ressortir un déficit, hors produit de cessions des participations de l'Etat, de 76,3 milliards, soit 6,4% du PIB*, au lieu de 82,3 milliards en 2020. Cette évolution incorpore une baisse de 3 milliards du solde des comptes spéciaux du Trésor à 3,4 milliards. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 10% à 278,3 milliards, reflétant des progressions de 8,8% des rentrées fiscales et de 18,7% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 9,5% à 280,3 milliards, résultat essentiellement de hausses de 6,4% des dépenses de biens et services, de 61,4% de la charge de compensation et de 16,5% des transferts aux Collectivités Territoriales. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire de 2 milliards contre 2,9 milliards un an auparavant. De leur côté, les dépenses d'investissement ont régressé de 9,5% à 77,7 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 358 milliards de dirhams, en accroissement de 4,7%.

Tableau E 4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2020 et 2021, en milliards de dirhams

	2020	2021	Ecart		Exécution / LFR 2021
			en %	en valeur	
Recettes ordinaires	253,1	278,3	10,0	25,2	107,4
Recettes fiscales*	222,8	242,3	8,8	19,5	109,3
- Impôts directs	92,7	90,4	-2,4	-2,2	112,9
Dont I.S	48,8	44,5	-8,8	-4,3	116,4
I.R	40,2	44,2	10,0	4,0	111,0
- Impôts indirects	107,4	124,2	15,6	16,8	107,0
TVA	80,0	93,3	16,5	13,2	107,2
TIC	27,4	31,0	13,0	3,6	106,5
- Droits de douane	9,5	11,9	25,3	2,4	110,4
- Enregistrement et timbre	13,3	15,8	19,3	2,6	107,4
Recettes non fiscales	27,2	32,2	18,7	5,1	94,7
- Monopoles	9,6	10,7	11,5	1,1	62,5
- Autres recettes	17,6	21,5	22,6	4,0	127,3
Y.c. Recettes a/t mécanismes innovants	2,6	11,9	366,7	9,4	85,0
Recettes de certains CST	27,2	32,2	18,7	5,1	94,7
Dépenses globales	341,9	358,0	4,7	16,1	104,9
Dépenses ordinaires	256,0	280,3	9,5	24,3	102,7
Biens et services	191,2	203,3	6,4	12,2	98,9
Personnel	133,5	140,5	5,2	6,9	100,4
Autres biens et services	57,6	62,9	9,1	5,2	95,5
Dette publique	27,3	27,1	-0,5	-0,1	98,0
Compensation	13,5	21,8	61,4	8,3	161,2
Transferts aux CT	24,0	28,0	16,5	4,0	107,2
Solde ordinaire	-2,9	-2,0			
Investissement	85,9	77,7	-9,5	-8,2	114,1
Solde des CST	6,4	3,4			
Solde budgétaire	-82,3	-76,3			
En points du PIB	-7,6	-6,4			
Solde primaire	-55,1	-49,2			
Variation des opérations en instance	14,7	-4,7			
Solde de financement	-67,6	-81,0			
Financement intérieur	24,5	67,5			
Financement extérieur	43,1	8,1			
Produits de cession de participations de l'Etat	0	5,4			

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.
Sources : - MEFRA (DTFE)

* Sur la base de la prévision de BAM du PIB de 2021.

Du côté des rentrées fiscales, celles des impôts directs se sont repliées de 2,4% à 90,4 milliards, en liaison principalement avec la diminution de 8,8% à 44,5 milliards des recettes de l'IS et de la non affectation en 2021 au budget général du produit de la contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires et les revenus. En revanche, les recettes de l'IR ont connu une progression de 10% à 44,2 milliards, avec notamment des augmentations de 66,3% à 4,4 milliards de l'IR sur les profits immobiliers et de 8,7% à 9,7 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel, les deux opérations de régularisation spontanée de la situation fiscale des contribuables ayant drainé 836 millions de dirhams. Les impôts indirects ont généré des recettes de 124,2 milliards, marquant une hausse de 15,6%, tirée par celles de 16,5% à 93,3 milliards des rentrées de la TVA et de 13% à 31 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière est attribuable essentiellement aux augmentations de 13,5% à 16,4 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 10,9% à 12,2 milliards de celle sur les tabacs. L'amélioration des rentrées de la TVA reflète des hausses de 24,6% à 61,1 milliards de celles de la TVA à l'importation et de 3,8% à 32,2 milliards pour celle à l'intérieur. Pour ce qui est des droits de douane et d'enregistrement et de timbre, leurs recettes se sont accrues de 25,3% à 11,9 milliards et de 19,3% à 15,8 milliards respectivement.

S'agissant des rentrées non fiscales, leur évolution est marquée essentiellement par les encaissements de 11,9 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques, contre 2,6 milliards un an auparavant, et de 10,7 milliards de celles de monopoles et participations au lieu de 9,6 milliards à fin décembre 2020. Ces dernières proviennent principalement de l'OCP pour un montant de 4,1 milliards, de l'ANCFCC pour 3,8 milliards, de Bank Al-Maghrib à hauteur de 994 millions et de Maroc Télécom pour 659 millions de dirhams.

En parallèle, les dépenses de biens et services se sont alourdies de 6,4% à 203,3 milliards, traduisant des accroissements de 5,2% à 140,5 milliards des dépenses de personnel et de 9,1% à 62,9 milliards de celles des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte notamment d'une hausse de 15,4% à 30 milliards des transferts au profit des établissements et entreprises publics et d'une baisse de 22% à 6,4 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale incorpore des augmentations de 2,9% de la composante structurelle et de 92,7% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel. Les charges en intérêts de la dette ont reculé de 0,5% à 27,1 milliards, recouvrant une diminution de 3,1% à 22,4 milliards de ceux sur la dette intérieure et un accroissement de 14,2% à 4,7 milliards de ceux sur la dette extérieure. Pour sa part, la charge de compensation s'est alourdie de 61,4% à 21,8 milliards, soit un taux d'exécution de 161,2%, sous l'effet principalement d'une progression de 62,1% du cours moyen du gaz butane à 616 dollars la tonne.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 4,7 milliards, le déficit de caisse, hors produit de cessions des participations de l'Etat, s'est établi à 81 milliards, au lieu de 67,6 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 67,5 milliards, par un flux net extérieur positif de 8,1 milliards et par le produit de cessions des participations de l'Etat de 5,4 milliards.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Après l'expansion de 15,2% enregistrée au second trimestre 2021, la reprise économique s'est consolidée au troisième trimestre avec une hausse, en glissement annuel, de 7,8% du PIB au lieu d'une contraction de 6,7% au même trimestre un an auparavant. Cette évolution reflète des progressions de 6,4% de la valeur ajoutée non agricole et de 17,7% de celle du secteur agricole. Du côté de la demande, cette évolution recouvre une contribution positive de 8,8 points de pourcentage de sa composante intérieure et une participation négative de 1,1 point de celle extérieure.

Au quatrième trimestre, le PIB aurait poursuivi son amélioration pour terminer l'année 2021 sur un bond de 7,3% en moyenne, après une chute de 6,3% en 2020. Cette performance refléterait un accroissement de 6%, après une baisse de 5,8%, de la valeur ajoutée non agricole et de 18,8%, au lieu d'un recul de 8,6%, de celle agricole. Au premier trimestre 2022, la croissance aurait affiché un net ralentissement à 1,5% en glissement annuel, recouvrant une forte contraction d'environ 20% de la valeur ajoutée agricole avec une récolte céréalière ne dépassant pas les 25 millions de quintaux, et une augmentation de 4,4% de la valeur ajoutée des activités non agricoles avec toutefois des disparités sectorielles, certaines branches ayant pâti des restrictions mises en place suite à la vague du variant Omicron.

Sur le marché du travail, la situation s'est relativement redressée en 2021 par rapport à 2020, avec une création limitée à 230 mille postes dont la moitié dans les services. De même, le volume horaire de travail hebdomadaire s'est accru de 19% à 470 millions d'heures, tout en restant inférieur de 5% à son niveau d'avant crise. Tenant compte d'une entrée nette de 309 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a marqué une hausse de 0,5 point à 45,3% et le taux de chômage s'est aggravé de 11,9% à 12,3% au niveau national et de 15,8% à 16,9% en milieu urbain.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les données des comptes nationaux relatifs au troisième trimestre de 2021 font ressortir une amélioration de la consommation finale des ménages de 5,8% en glissement annuel au lieu d'un repli de 5,7% au même trimestre une année auparavant. Sa contribution positive à la croissance est ainsi ressortie à 3,2 points de pourcentage après une participation négative de 3,1 points.

Au quatrième trimestre, le rythme de la consommation des ménages aurait enregistré une amélioration de 2% contre une progression limitée de 0,4% un an auparavant. Cette prévision est corroborée par les données disponibles au quatrième trimestre de 2021, qui indiquent notamment une poursuite de la hausse des transferts des MRE, une relative amélioration de la situation sur le marché du travail avec la création de 152

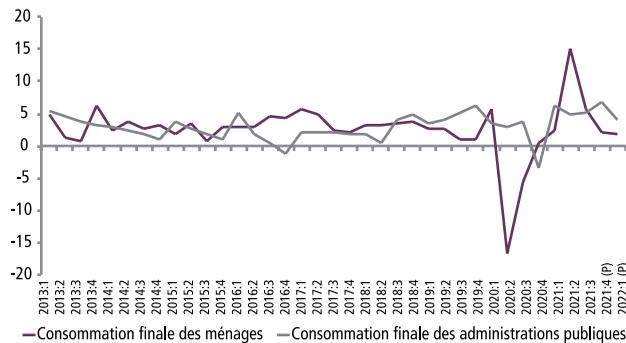
mille emplois et une progression de 2,2% des crédits à la consommation. Pour sa part, l'indice de confiance des ménages s'est établi à 61,2 points, en stagnation par rapport au même trimestre une année auparavant.

Sur l'ensemble de l'année 2021, la consommation des ménages aurait affiché un rebond de 6,4% au lieu d'une baisse de 4,1% en 2020. Au premier trimestre de l'année 2022, elle devrait progresser de 1,7%, un rythme proche à celui d'avant crise.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, les réalisations au titre du troisième trimestre font ressortir un accroissement de 5,2% après 3,7% au même trimestre de 2020, contribuant ainsi à la croissance à hauteur de 1,1 point de pourcentage contre 0,7 point.

Son rythme aurait connu, au quatrième trimestre, une amélioration de 6,9% et sur l'ensemble de l'année 2021, elle aurait progressé de 5,8% au lieu de 1,7% en 2020 et devrait se situer autour de 4% au premier trimestre de 2022.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au troisième trimestre de 2021, l'investissement a augmenté de 15,1% après une chute de 13,9%, contribuant ainsi de l'ordre de 4,5 points de pourcentage à la croissance.

Les projections au titre du quatrième trimestre indiquent une hausse de 11% après une baisse de 14,7%, en liaison avec l'augmentation de 9,4% du flux des importations des biens d'équipement et de 5,1% des crédits à l'habitat. En revanche, l'investissement du Trésor a connu, en termes de flux, une forte chute. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture dans son volet trimestriel réalisée par Bank Al-Maghrib dans le secteur industriel indiquent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 65% des industriels sondés et de « défavorable » par 29% d'entre eux.

Sur l'ensemble de l'année 2021, l'investissement aurait enregistré une amélioration de 14,8% contre un repli de 14,2%. Au premier trimestre de 2022, il devrait progresser de 4,8%.

5.2 Demande extérieure

Au troisième trimestre de 2021, les exportations de biens et services, en volume, ont enregistré une hausse de 13% après un repli de 13,3% un an auparavant. En parallèle, les importations se sont accrues de 13,4% après un reflux de 11,7%. Dans ces conditions, les exportations nettes ont dégagé une contribution négative à la croissance de 1,1 point de pourcentage au lieu d'une participation positive de 0,3 point.

Au quatrième trimestre, les exportations auraient augmenté de 19,7% au lieu d'une baisse de 7,7%, tirées par les exportations du secteur automobile et des phosphates et dérivés. De même, les importations auraient connu un accroissement de 17% après un recul de 6,7%, sous l'effet de l'alourdissement des acquisitions de produits énergétiques et de biens d'équipement.

Sur l'ensemble de l'année 2021, les exportations et les importations de biens et services se seraient accrues respectivement de 11,9% et 13,8% contre des reculs de 14,3% et 12,2%.

Au premier trimestre 2022, des progressions des exportations et des importations de 5,9% et 8,7% respectivement auraient été enregistrées.

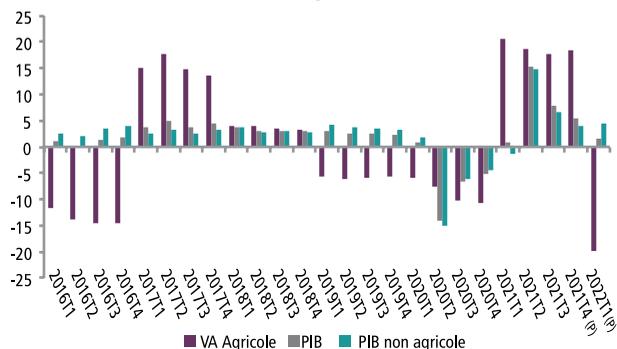
5.3 Offre globale

Au troisième trimestre, la reprise économique s'est consolidée avec un bond de 7,8% du PIB, après une contraction de 6,7% un an auparavant. Cette amélioration recouvre des accroissements de 6,4% pour la valeur ajoutée des activités non agricoles et de 17,7% de celle du secteur agricole après des replis respectifs de 5,9% et 10,3%.

Au quatrième trimestre, la reprise se serait poursuivie à un rythme moindre. Le PIB aurait en effet progressé de 5,4%, après une baisse de 5,1% un an auparavant, résultat essentiellement d'une expansion de 18,4% de

la valeur ajoutée agricole à la faveur d'une bonne année agricole 2020-2021. Celle des secteurs non agricoles se serait accrue de 4%.

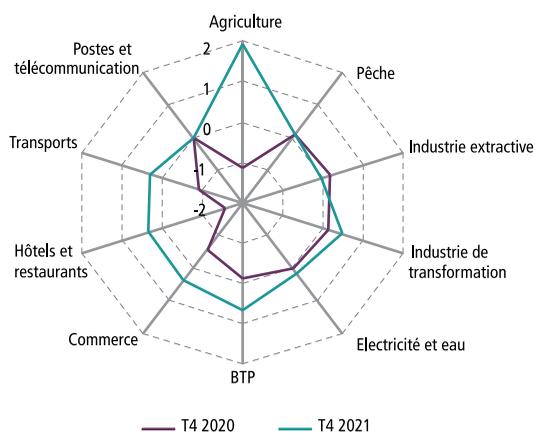
Graphique 5.2 : PIB par composantes (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, la valeur ajoutée aurait affiché une augmentation de 4,8% après 0,9%. Cette évolution traduirait une croissance de 12% dans le BTP, de 6,3% pour la branche « électricité et eau » et de 3% pour les industries de transformation. A l'inverse, une diminution de 1,8% aurait été enregistrée pour le secteur minier, reflétant notamment un repli de la production de phosphate.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant des activités tertiaires, elles auraient connu une hausse de 3,4% contre une contraction de 7,1% à la même période de l'année précédente. Cette évolution recouvre notamment un redressement partiel

de l'activité dans les branches « hôtels et restaurants » et les services de transport avec des accroissements de la valeur ajoutée de 28% et 8,6% respectivement, après des chutes de 57,7% et 22,8% un an auparavant. La valeur ajoutée se serait aussi améliorée dans le commerce de 5%, au lieu d'un recul de 7,2%, et aurait accusé en revanche une nouvelle diminution dans les « postes et télécommunications » de 1,3%, après 1%.

Sur l'ensemble de l'année 2021, le PIB se serait accru en moyenne de 7,3%, après une contraction de 6,3% en 2020, résultat d'une amélioration de 6%, contre une baisse de 5,8%, de la valeur ajoutée non agricole, et de 18,8%, après un repli de 8,6%, de celle agricole.

Au premier trimestre 2022, et sous l'effet de conditions climatiques défavorables, la valeur ajoutée agricole aurait chuté d'environ 20%, avec une production céréalière qui ne dépasserait pas les 25 millions de quintaux. Elle aurait, à l'inverse, poursuivi sa progression pour les secteurs non agricoles avec une augmentation de 4,4%. Au total, la croissance se serait établie à 1,5% au lieu de 1% un an auparavant.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

En 2021, la population active a marqué une importante hausse de 2,6% à 12,3 millions de personnes, soit une entrée nette sur le marché de 309 mille demandeurs d'emploi. Cette augmentation a été plus marquée dans les villes avec un taux de 3% contre 1,9% dans les campagnes. Compte tenu de l'évolution de la population en âge d'activité, le taux d'activité a progressé, passant de 44,8% à 45,3%. Cette évolution reflète un accroissement de 0,9 point à 50,9% en zones rurales et de 0,4 point à 42,3% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie a créé 230 mille emplois contre une perte de 432 mille un an auparavant, portant la population active occupée à près de 10,8 millions de

personnes, en amélioration de 2,2%. A l'exception de l'industrie y compris l'artisanat qui a accusé une perte de 19 mille postes, les autres secteurs ont connu des créations d'emploi atteignant 115 mille dans les services, 71 mille dans le BTP et 68 mille dans l'agriculture.

De surcroît, le volume horaire de travail hebdomadaire moyen s'est accru de 19% à 470 millions heures. La hausse a été de 21% en milieu urbain et de 16% en zones rurales.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage a enregistré une nouvelle progression, à un rythme toutefois moindre qu'une année auparavant, soit 5,5% au lieu de 29,1%, pour s'établir à 1,5 million de personnes. Compte tenu de l'évolution de la population active, le taux de chômage s'est aggravé de 11,9% à 12,3% au niveau national et de 15,8% à 16,9% dans les villes, alors qu'il a reculé de 5,9% à 5% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage s'est aggravé de 0,6 point à 31,8% globalement et de 1,4 point à 46,7% dans les villes. Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est revenu de 10,7% à 9,3%, recouvrant une régression de 10,1% à 8,8% dans les villes et de 11,6% à 10% dans les campagnes.

5.4.3 Productivité et salaires

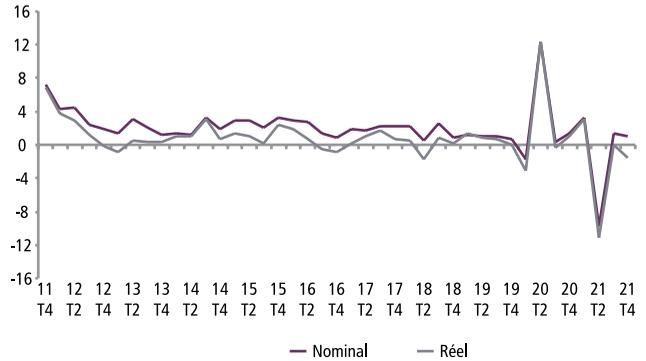
Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, aurait marqué une amélioration de 3,6% après une baisse de 3,8% un an auparavant. Cette évolution traduirait des augmentations de 6% de la valeur ajoutée et de 2,3% des effectifs employés après des replis respectifs de 5,8% et de 2,1%.

Parallèlement, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, aurait progressé de 1% au

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.

quatrième trimestre 2021 en termes nominaux et accusé une baisse de 1,5% après une augmentation de 0,9% en termes réels.

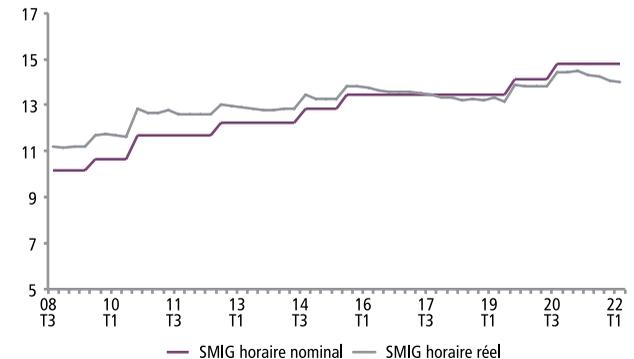
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : CNSS et calculs BAM.

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

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 serait resté négatif au cours du quatrième trimestre 2021 et du premier trimestre 2022.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	2020	2021	
Taux d'activité (en %)	44,8	45,3	
Urbain	41,9	42,3	
Rural	50,0	50,9	
Taux de chômage (en %)	11,9	12,3	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	31,2	31,8	
Urbain	15,8	16,9	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	45,3	46,7	
Rural	5,9	5,0	
Créations d'emplois (en milliers)	-432	230	
Urbain	-137	100	
Rural	-295	130	
Secteurs			
- Agriculture, forêt et pêche	-273	68	
- Industrie y compris l'artisanat	-37	-19	
- BTP	-9	71	
- Services	-107	115	
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	-3,8	3,6	
	T4 2020	T4 2021	
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	1,3	1,0
	Réel	0,9	-1,5

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions du RPM de décembre 2021, l'inflation s'est établie à 2,5% au quatrième trimestre 2021, portant sa moyenne au titre de l'année 2021 à 1,4%. L'accentuation des tensions inflationnistes s'est poursuivie en janvier 2022 avec une inflation qui est passée à 3,1%, tirée dans une large mesure par l'accélération de sa composante sous-jacente (IPCX). Cette dernière a atteint 3,9% au lieu de 3,3% en moyenne au quatrième trimestre 2021, traduisant l'intensification des pressions d'origine externe dans un contexte marqué par la persistance de l'envolée des cours internationaux des matières premières et des goulets d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et de production au niveau international. S'agissant des produits exclus de l'IPCX, ceux alimentaires à prix volatils ont vu leur prix augmenter de 1,3% après une baisse de 1% et les tarifs réglementés ont progressé de 0,3% après 0,2% suite au relèvement des prix des tabacs. En revanche, reflétant un effet de base, les prix des carburants et lubrifiants se sont accrus de 18,3%, au lieu de 22,1% en moyenne enregistré au quatrième trimestre 2021.

La poursuite prévue de l'accélération de l'inflation chez les principaux partenaires commerciaux du Maroc et d'un niveau encore plus élevé des cours internationaux des produits alimentaires et énergétiques au premier trimestre 2022 devraient porter l'inflation sous-jacente à 4,1% en moyenne entre janvier et mars 2022. En outre, les pressions haussières que devraient générer les conditions climatiques défavorables sur les prix des produits alimentaires frais soutiendrait le sentier haussier de l'inflation qui ressortirait à 4,1% au cours de cette même période.

6.1 Evolution de l'inflation

L'inflation s'est de nouveau accélérée en janvier 2022, passant à 3,1% au lieu de 2,5% au quatrième trimestre 2021. Son évolution est attribuable à l'augmentation de sa composante sous-jacente à 3,9% après 3,3%, à la hausse, au lieu d'un repli un trimestre auparavant, des prix des produits alimentaires à prix volatils ainsi qu'à l'augmentation plus rapide des tarifs réglementés. L'impact de ces hausses a été, toutefois, atténué par le ralentissement des prix des carburants et lubrifiants en lien avec un effet de base.

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

En janvier 2022, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont accusé un recul mensuel de 2,3% tirés principalement par une baisse des prix de 5,7% pour les « légumes frais », de 1,6% pour les « volaille et lapins » et de 9% pour les « agrumes ». Toutefois, ils ressortent en hausse de 1,3% comparativement à leur niveau une année auparavant, contre un repli de 1%, en glissement annuel, au quatrième trimestre 2021.

Au total, la contribution des produits alimentaires à prix volatils est ressortie à hauteur de 0,1 point de pourcentage contre -0,1 point en moyenne entre octobre et décembre 2021.

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

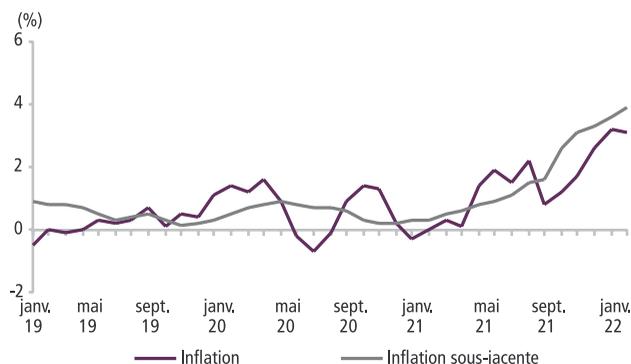
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 21	déc. 21	janv. 22	nov. 21	déc. 21	janv. 22
Inflation	0,2	0,1	0,0	2,6	3,2	3,1
- Produits alimentaires à prix volatils	-0,6	-0,9	-2,3	-0,9	3,1	1,3
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	0,3
- Carburants et lubrifiants	3,1	-0,8	1,1	25,2	19,9	18,3
Inflation sous-jacente	0,3	0,4	0,4	3,3	3,6	3,9
- Produits alimentaires	0,4	0,8	0,8	5,0	5,5	6,0
- Articles d'habillement et chaussures	0,5	0,4	0,2	3,1	3,0	3,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,0	0,2	0,2	1,9	2,1	2,3
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,6	0,3	0,3	2,0	2,4	2,7
- Santé ¹	0,3	0,0	0,0	3,2	2,1	1,9
- Transport ²	0,3	0,3	0,2	2,6	3,1	3,2
- Communication	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,2
- Loisirs et cultures ¹	0,3	0,8	0,0	2,2	3,4	2,8
- Enseignement	-0,1	0,0	0,0	1,3	1,3	1,3
- Restaurants et hôtels	0,2	0,0	0,5	1,0	1,0	1,5
- Biens et services divers ¹	0,2	0,0	0,1	4,4	4,5	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)

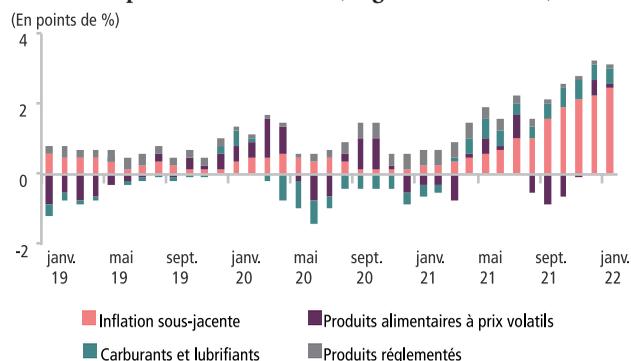


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs des produits réglementés, leur rythme de progression a connu une légère accélération passant de 0,2% au dernier trimestre 2021 à 0,3% en janvier, reflétant essentiellement le relèvement de 3,5% des prix des tabacs consécutif à la révision des modalités de taxation des cigarettes prévue dans la Loi des Finances de 2022.

En termes de contribution à l'inflation, les prix des produits à tarifs réglementés ont participé de 0,1 point de pourcentage à l'inflation en janvier au lieu d'une contribution nulle au dernier trimestre de 2021.

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

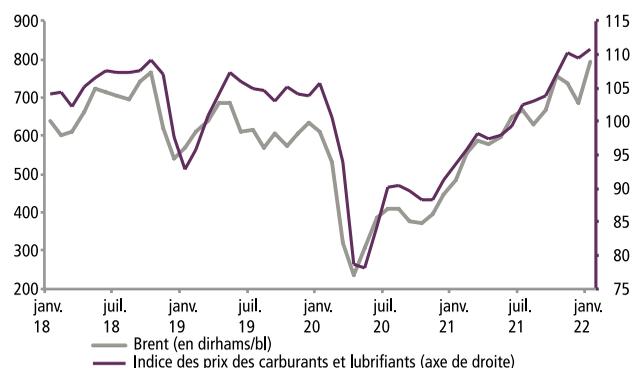


Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré une hausse mensuelle de 1,1% en janvier, impactés par le renchérissement des produits pétroliers au niveau international, le cours du Brent en particulier ayant progressé de 15,1% durant ce mois à 85,5\$/bl,

ainsi que par la dépréciation de 0,4% du dirham vis-à-vis du dollar américain. Toutefois, en glissement annuel, leur taux d'accroissement ressort en décélération à 18,3% en janvier après 22,1% en moyenne entre octobre et décembre 2021.

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



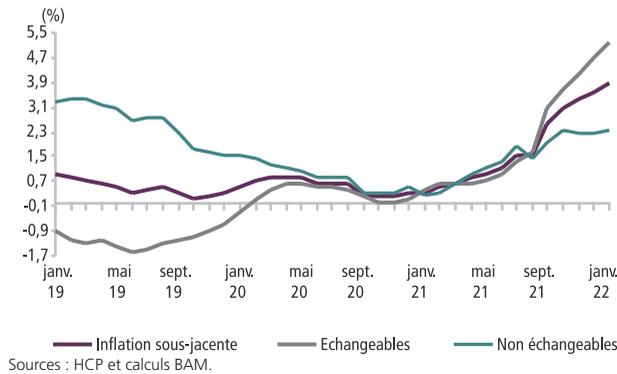
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

La contribution des prix de ces produits à l'inflation est de 0,5 point de pourcentage en janvier, soit le même niveau de contribution enregistré au quatrième trimestre de l'année 2021.

6.1.2 Inflation sous-jacente

Inscrite sur une trajectoire ascendante depuis fin 2020, l'inflation sous-jacente est passée de 3,3% au quatrième trimestre 2021 à 3,9% en janvier 2022, soit le taux le plus élevé enregistré au cours des treize dernières années.

Cette accélération est liée essentiellement à celle de 5% à 6% de sa composante alimentaire, elle-même liée à l'augmentation des prix de 9,5%, au lieu de 6,6%, pour les « produits à base de céréales », de 14,1% au lieu de 8,4% pour les « céréales non transformées » et de 6,6% au lieu de 4,3% pour les « huiles et graisses » dans un contexte marqué par la poursuite de la flambée des cours internationaux de ces produits. En revanche, les prix des viandes fraîches ont vu leur rythme ralentir à 1,8% après 2,2% en moyenne au quatrième trimestre 2021.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

Hors produits alimentaires, les prix se sont accrus de 2,7%, après 2%, pour les « meubles, articles de ménages et entretien courant du foyer », de 2,3%, au lieu de 2%, pour la rubrique « logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles¹ », et de 3,2%, contre 2,8%, pour le « transport² ».

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 21	déc. 21	janv. 22	nov. 21	déc. 21	janv. 22
Biens échangeables	0,6	0,6	0,7	4,2	4,7	5,2
Biens non échangeables	0,0	0,2	0,1	2,3	2,3	2,3
Inflation sous-jacente	0,3	0,4	0,4	3,3	3,6	3,9

Sources : HCP et calculs BAM.

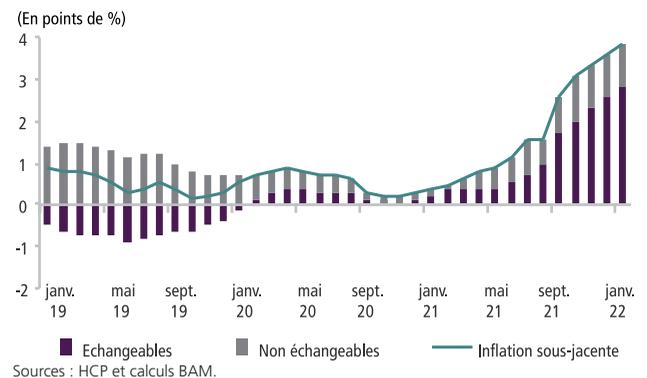
La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que son accélération reflète exclusivement celle de sa composante échangeable. En effet, les prix des biens échangeables ont vu leur rythme d'accroissement s'accroître de 4,2% au dernier trimestre 2021 à 5,2% en janvier, dans un contexte marqué par l'intensification des pressions inflationnistes d'origine externe, avec en particulier une accélération de 4,7% à 5,1% de l'inflation dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc.

Quant aux biens non échangeables, ils ont évolué au même rythme qu'au quatrième trimestre 2021, soit

¹ Hors produits réglementés.

² Hors produits réglementés et hors carburants et lubrifiants.

2,3%. L'effet de l'accélération des hausses des prix de 1,9% à 2,9% pour les « services concernant l'entretien et les réparations des logements » et de 0,8% à 1,4% pour les « restaurants, café et établissements similaires » a été contrebalancé par le ralentissement des progressions des prix de 2,2% à 1,8% pour les viandes fraîches et de 2,1% à 2% pour les « loyers effectivement payés par les locataires ».

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

Sources : HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

Au premier trimestre 2022, l'inflation devrait évoluer à des niveaux relativement élevés, s'établissant à 4,1% en moyenne au lieu de 2,5% un trimestre auparavant, impactée par des pressions inflationnistes principalement d'origine externe. Elle serait portée en grande partie par le renchérissement des produits alimentaires à prix volatils, qui ressortiraient en augmentation de 6,7% contre une baisse de 1% un trimestre auparavant. Cette évolution reflèterait notamment l'impact des conditions climatiques défavorables ayant marqué l'actuelle campagne agricole et la hausse de la demande prévue à l'approche du mois de Ramadan.

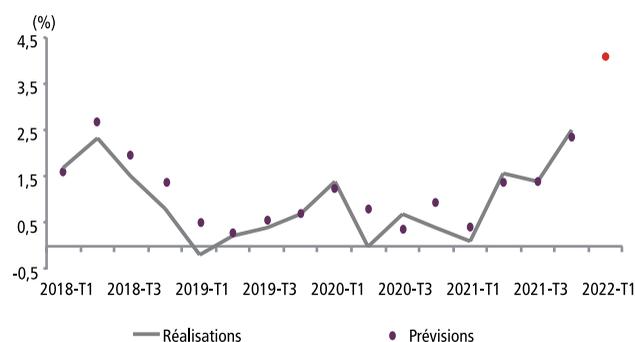
De même, l'inflation sous-jacente devrait connaître une nette accélération à 4,1% au lieu de 3,3%, traduisant l'évolution prévue de sa composante alimentaire dans un contexte marqué par la poursuite prévue de la

flambée des cours internationaux de ces denrées. En effet, l'indice FAO des produits alimentaires devrait connaître une hausse trimestrielle de 2,8% au premier trimestre 2022.

Dans une moindre mesure, les tarifs réglementés devraient voir leur rythme de progression s'élever à 0,4% après 0,2% au cours du quatrième trimestre 2021 en lien principalement avec l'entrée en vigueur, en janvier 2022, de la hausse des prix du tabacs.

De leur côté, les prix des carburants et lubrifiants devraient progresser de 25,9% après 22,1% un trimestre auparavant en lien avec l'évolution prévue des cours internationaux des produits pétroliers.

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.

Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2021

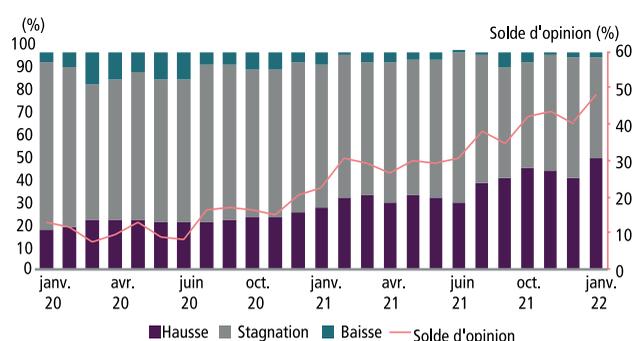
L'inflation, mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), s'est accélérée graduellement au cours de l'année 2021 dans un contexte marqué par une accentuation des tensions d'origine externe et par une reprise de la demande après l'assouplissement des restrictions sanitaires. Elle est ressortie toutefois à un niveau modéré de 1,4% en moyenne sur l'année au lieu de 0,7% en 2020.

L'accélération a été davantage perceptible au niveau de sa composante sous-jacente qui est ressorti à 1,7% en moyenne après 0,5% en 2020, traduisant la transmission aux prix nationaux des effets de la flambée des cours des matières premières particulièrement alimentaires et des perturbations des chaînes de production et d'approvisionnement au niveau mondial.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de janvier 2022 indiquent que 51% des industriels enquêtés anticipent une hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois, 46% prévoient une stagnation alors que 3% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à hauteur de 48% contre 40% en décembre.

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



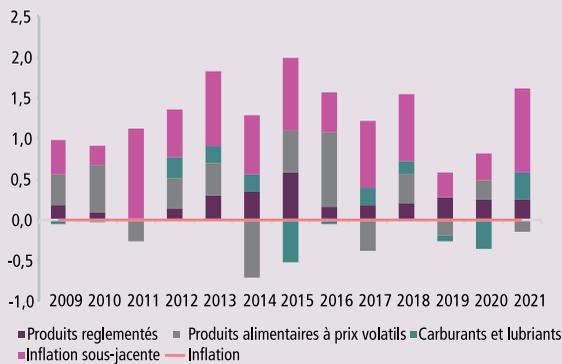
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relative au premier trimestre 2022 montrent que les experts financiers tablent sur une accélération de l'inflation à 2,3% en moyenne au cours des huit prochains trimestres, contre 1,9% prévu un trimestre auparavant.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont connu un accroissement de 12,9% en 2021 contre une baisse de 12,4% reflétant, outre un effet de base relatif à leurs niveaux bas en 2020, le renchérissement des produits pétroliers dont les cours ont atteint des niveaux largement supérieurs à ceux d'avant pandémie de la Covid-19.

En revanche, les produits alimentaires à prix volatils ont vu leur prix reculer de 1,3% après une augmentation de 2% une année auparavant, soutenus par les conditions climatiques favorables ayant marqué la campagne agricole 2020/2021 et ce en dépit de l'envolée des cours de certains intrants et d'une réduction de l'offre de quelques produits occasionnée par la crise sanitaire. Pour leur part, les tarifs réglementés ont progressé au même rythme que l'année précédente, soit 1,2%.

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



Sources : données HCP et calculs BAM.

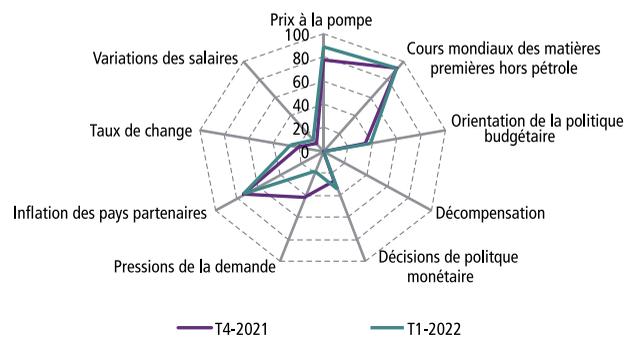
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier



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

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

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



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

6.4 Prix à la production³

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage ont vu leur hausse sensiblement s'accroître à 13,8% en janvier au lieu de 9,1% au quatrième trimestre 2021. Cette évolution est attribuable principalement à l'accroissement des prix à la production de 53,2% après 28,7% pour l'« industrie chimique », de 10,5% au lieu de 9% pour la branche des « industries alimentaires » et de 1% après 0,3%

³ Le HCP a procédé le 26 Février 2021 à la publication d'un nouvel indice des prix à la production avec comme base l'année 2018 au lieu de 2010 auparavant.

pour la « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ».

En revanche, les prix à la production de la branche de « fabrication de textiles » ont progressé de 3,7% après une moyenne de 5,2% le trimestre précédent.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

La reprise économique est confrontée à des risques substantiels ayant trait aux tensions géopolitiques et à la nouvelle orientation des principales banques centrales. En effet, au-delà des défis auxquels elle fait face depuis plusieurs mois tels que les goulets d'étranglement et les pressions inflationnistes consécutifs à la pandémie de la Covid-19, l'économie mondiale devrait subir les retombées du conflit en Ukraine et ses implications. Compte tenu du contexte hautement incertain, les prévisions présentées dans ce document sont basées sur une simulation d'un scénario d'impact de ce conflit sur l'économie mondiale préparé par le réseau GPMN¹. Elles sont donc sujettes à des révisions importantes en fonction de l'évolution de la situation.

Aux Etats-Unis, la croissance s'établirait à 3,4% en 2022, puis à 2,1% en 2023, le pays présentant une faible exposition directe à la Russie et à l'Ukraine. Plus exposée aux répercussions de la crise ukrainienne, la zone euro devrait connaître une décélération de la progression du PIB à 3,5% en 2022 puis à 1,7% en 2023, après 5,2% en 2021. Dans les principaux pays émergents, en Chine, les problèmes du marché immobilier et la baisse de la consommation privée devraient peser sur la croissance en 2022 qui reculerait à 5,4% après 8,5% en 2021, et ne dépasserait pas 6% en 2023. Pour sa part, la Russie, bien qu'elle eût une bonne situation économique avant l'enclenchement du conflit avec l'Ukraine, elle entrerait en récession à partir de 2022. Ainsi, les perspectives tablent sur une contraction de la croissance de 1,1% en 2022, puis de 1,4% en 2023.

Sur le marché des matières premières, le renchérissement des produits de base s'est poursuivi dans un contexte de fortes tensions géopolitiques et de perturbations de l'offre. En dépit de l'accord des pays membres de l'Agence Internationale de l'Energie (IEA) de libérer 60 millions de barils de pétrole de leurs réserves d'urgence et de la poursuite des exportations russes et tenant compte des prévisions des institutions internationales, le prix du Brent devrait ressortir à 106,8 dollars le baril en moyenne en 2022, avant de reculer à 96,5 dollars en 2023. S'agissant des denrées alimentaires, les cours du blé, en particulier, dont la Russie et l'Ukraine représentent près du tiers des exportations mondiales, ont connu une hausse de 35% en glissement annuel en février. Pour ce qui est des prix des produits alimentaires, l'indice FAO a augmenté de 20,7% en février, en glissement annuel, reflétant essentiellement un accroissement des cours des huiles végétales et des produits laitiers. Ainsi, cet indice devrait s'inscrire en hausse de près de 30% en moyenne en 2022 selon les projections du GPMN, avant de reculer de 9,5% en 2023.

Dans ces conditions, l'inflation aussi bien dans les pays avancés que dans la plupart des économies émergentes continue de surprendre à la hausse enregistrant des niveaux exceptionnels. Dans la zone-euro, elle est prévue de s'établir, selon les mêmes projections du GPMN, à 5,4% en 2022 suivi d'un ralentissement à 2,8% en 2023, en lien avec la flambée des coûts énergétiques ainsi qu'à la forte dépendance pétrolière et gazière vis-à-vis de la Russie. De même, aux Etats-Unis, l'inflation est projetée à 7,2% en 2022 puis à 4,2% en 2023.

Dans ce contexte de fortes pressions inflationnistes, les banques centrales ont commencé à retirer les mesures de relance monétaire déployées pour contrecarrer les effets de la crise sanitaire. En particulier, la

¹ Global Projection Model Network.

FED a relevé d'un quart de point la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0,25%-0,5%] dans un contexte d'inflation élevée et d'un marché du travail jugé solide. Pour sa part, la BCE maintient sa politique accommodante, elle a toutefois réitéré l'arrêt à fin mars de son programme d'achat d'actifs PEPP et la réduction, plus rapide que prévu, de ses achats d'actifs dans le cadre de l'APP.

Au niveau national, l'année 2021 a été marquée par une reprise remarquable des échanges, avec une hausse des importations de biens et services plus importante que celles des exportations. Le déficit du compte courant aurait ainsi terminé l'année à 2,6% du PIB, contre 1,5% en 2020. Quant aux recettes d'IDE, elles se sont établies à 2,7% du PIB après 2,5% en 2020. Sur l'horizon de prévision, le déficit du compte courant devrait s'alourdir à 5,5% du PIB en 2022 puis s'alléger à 3,7% en 2023 et les recettes des IDE reviendraient à leur niveau moyen avoisinant 3% du PIB en 2022 et 3,5% en 2023. Dans ces conditions et tenant compte des hypothèses d'entrées de dons de 1,5 milliards de dirhams en 2022 et en 2023 et de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 40 milliards en 2022 et de 21 milliards en 2023, les avoirs officiels de réserves (AOR) se situeraient à 342,8 milliards à fin 2022 et à 347,3 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de 6 mois et 15 jours et de 6 mois et 18 jours d'importations de biens et services, respectivement.

Sur le volet des finances publiques, tenant compte d'une mobilisation exceptionnelle de 20 milliards de dirhams des recettes des mécanismes de financement spécifiques et de 18 milliards en recettes de monopoles et participations, le déficit budgétaire devrait se limiter à 6,3% du PIB en 2022, en atténuation par rapport à 6,4% du PIB enregistré en 2021. Ce résultat incorpore une forte hausse des dépenses de compensation tenant compte des nouvelles hypothèses relatives au rebond des cours du gaz butane et de change et une augmentation de la subvention du blé importé. En 2023, le déficit devrait s'alléger à 5,9% du PIB, résultat essentiellement de l'amélioration des rentrées fiscales.

Les conditions monétaires resteraient accommodantes et la progression du crédit au secteur non financier devrait s'établir autour de 4% en 2022 et en 2023. Pour sa part, et sous l'effet d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel devrait se déprécier sur l'horizon de prévision.

Soutenue par les progrès réalisés en matière de vaccination, le stimulus budgétaire, les conditions monétaires accommodantes et la bonne campagne agricole, l'économie nationale aurait rebondi de 7,3% en 2021, après une contraction de 6,3% en 2020, recouvrant des hausses de 18,8% de la valeur ajoutée agricole et de 6% de celle des activités non agricoles. En 2022, la croissance connaîtrait une nette décélération à 0,7%, pâtissant des conditions climatiques défavorables et d'un contexte géopolitique international difficile. Tenant compte de l'hypothèse d'une récolte céréalière qui se situerait à près de 25 MQx, selon les prévisions de BAM, la valeur ajoutée agricole accuserait une forte baisse de 19,8%, tandis que celle non agricole progresserait de 3%, à la faveur notamment de l'allègement des restrictions sanitaires et du maintien du stimulus monétaire et des mesures de soutien sectorielles. En 2023, la croissance nationale s'accélérait à 4,6%, reflétant une hausse de 17% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne, et un accroissement de 3% de celle non agricole. Du côté de la

demande, après un raffermissement en 2021, sa composante intérieure poursuivrait son amélioration à moyen terme, tandis que la participation des exportations nettes à la croissance ressortirait négative en 2022, avant de s'améliorer pour y contribuer positivement en 2023.

Dans un contexte marqué par l'accentuation des pressions inflationnistes d'origines interne et externe, l'inflation devrait s'accélérer de 1,4% en 2021 à 4,7% en 2022, portée principalement par les hausses de sa composante sous-jacente et des prix des carburants et lubrifiants. Elle devrait ensuite revenir à 1,9% en 2023.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

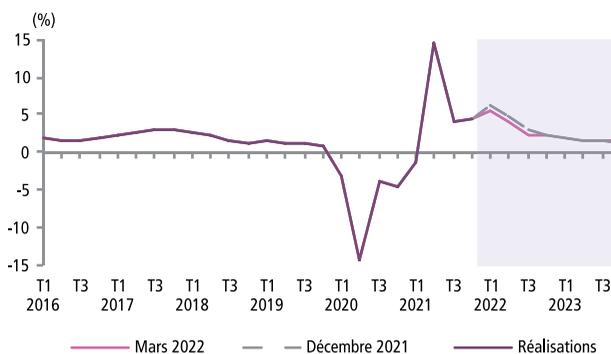
Risques élevés pour la reprise économique en lien avec la montée des tensions géopolitiques

Outre les défis auxquels elle fait face depuis plusieurs mois tels que les goulets d'étranglement et les pressions inflationnistes, l'économie mondiale devrait subir les retombées du conflit en Ukraine dont les implications et les conséquences restent encore incertaines. Ainsi, selon les prévisions du GPMN et après une expansion estimée à 6,1% en 2021, la croissance mondiale devrait ralentir à 4% en 2022 puis à 3% en 2023.

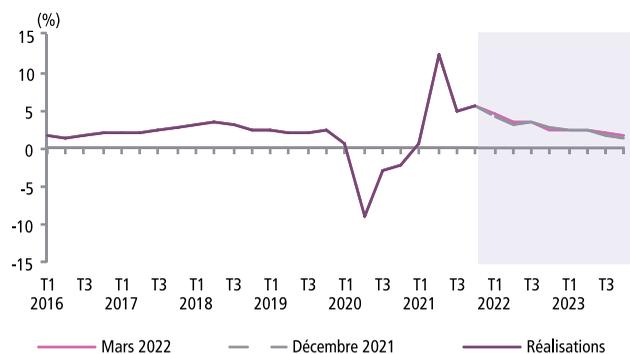
Aux Etats-Unis, la croissance qui s'est établie à 5,7% en 2021, devrait revenir à 3,4% en 2022, puis à 2,1% en 2023, le pays présentant une faible exposition directe à l'Ukraine et à la Russie, moins de 1% du total de ses échanges commerciaux se font avec cette dernière. Plus exposée aux répercussions de la crise ukrainienne et fortement dépendante du pétrole et du gaz provenant de la Russie, la croissance dans la zone euro ralentirait à 3,5% en 2022 puis à 1,7% en 2023. Pour sa part, après un fort rebond en 2021 avec une croissance de 7,5%, la croissance du Royaume-Uni accuserait une décélération à 3,5% en 2022 puis à 0,9%, en raison de la faible productivité et des incertitudes liées au Brexit qui pèsent sur l'investissement.

Dans les principaux pays émergents, en Chine, les problèmes du marché immobilier et la baisse de la consommation privée devraient peser sur la croissance en 2022 qui reculerait à 5,4% après 8,5% en 2021, puis se situerait à 6% en 2023. En Inde, la croissance s'accélérait à 8,8% en 2022, après 7,9% en 2021, grâce à l'augmentation des dépenses publiques pour la relance économique et les réformes en cours, avant de s'établir à 6,4% en 2023. Au Brésil, la croissance ralentirait fortement en 2022 revenant à 1,3%, après 4,8% un an auparavant, sous l'effet principalement de l'impact de la sécheresse, des taux d'intérêt élevés et d'une inflation en hausse, avant de revenir à 2,9% en 2023. Pour sa part, la Russie, bien qu'elle eût une bonne situation économique avant l'enclenchement du conflit avec l'Ukraine, entrerait en récession à partir de 2022. Ainsi, les projections tablent sur une contraction de 1,1% en 2022, puis de 1,4% en 2023, mais ces chiffres sont appelés à être révisés de manière substantielle au regard des sanctions qui sont imposées au pays.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN (scénario de conflit en Ukraine, établi en date du 03 mars 2022).

Renchérissement des produits de base dans un contexte géopolitique tendu, et persistance des pressions inflationnistes

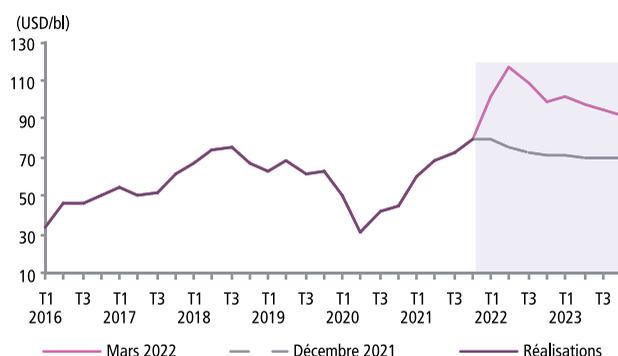
Le renchérissement des produits de base s'est poursuivi dans un contexte de fortes tensions géopolitiques et de perturbations de l'offre. Les prix des produits énergétiques devraient maintenir leur tendance haussière suite en particulier, aux retombées du conflit en Ukraine et ce, principalement sur l'offre du pétrole brut, du gaz et des céréales. En dépit de l'accord des pays membres de l'Agence Internationale de l'Energie (IEA) de libérer 60 millions de barils de pétrole de leurs réserves d'urgence et de la poursuite des exportations russes et tenant compte des prévisions des institutions internationales, le prix du Brent devrait ressortir à 106,8 dollars le baril en moyenne en 2022, avant de reculer à 96,5 dollars en 2023. Quant au charbon et après un renchérissement exceptionnel en 2021, son cours devrait poursuivre sa dynamique haussière pour atteindre en moyenne 225 USD/t en 2022 sur fond des tensions actuelles et une demande soutenue. En 2023, le prix devrait s'ajuster à la baisse s'établissant à 141 USD/t.

Quant aux phosphate et dérivés, les prévisions retenues supposent une évolution proportionnelle à celle des cours des produits agricoles. Ainsi, le prix du phosphate brut et celui du DAP s'établiraient, respectivement à 159,9 USD/t et à 780,1 USD/t en 2022 avant de revenir à 144,8 USD/t et à 706,2 USD/t en 2023.

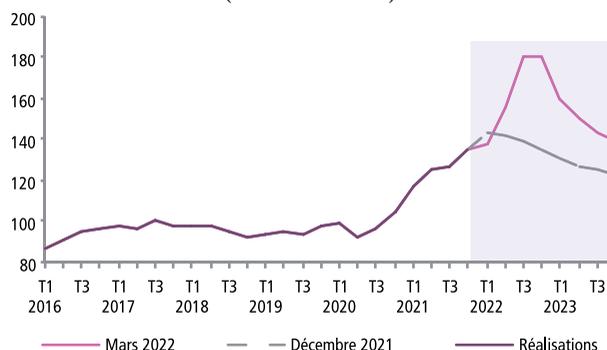
S'agissant des denrées alimentaires, les cours du blé, en particulier, dont la Russie et l'Ukraine représentent près du tiers des exportations mondiales, ont connu une hausse de 35% en glissement annuel en février, et augmenteraient à des niveaux exceptionnels en 2022. Pour ce qui est des prix des produits alimentaires, l'indice FAO a augmenté de 20,7% en février, en glissement annuel, reflétant essentiellement un accroissement des cours des huiles végétales et des produits laitiers. Ainsi, ledit indice devrait s'inscrire en hausse de près de 30% en moyenne en 2022, selon les projections du GPMN, avant de reculer de 9,5% en 2023.

Dans ce contexte, l'inflation continue de surprendre à la hausse enregistrant des niveaux exceptionnels, aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Dans la zone-euro, elle est prévue de s'établir, selon les projections du GPMN, à 5,4% en 2022 suivi d'un ralentissement à 2,8% en 2023, et ce dû à la flambée des cours énergétiques ainsi qu'à la forte dépendance pétrolière et gazière vis-à-vis de la Russie. De même, aux Etats-Unis, l'inflation est projetée à 7,2% en 2022 puis à 4,2% en 2023.

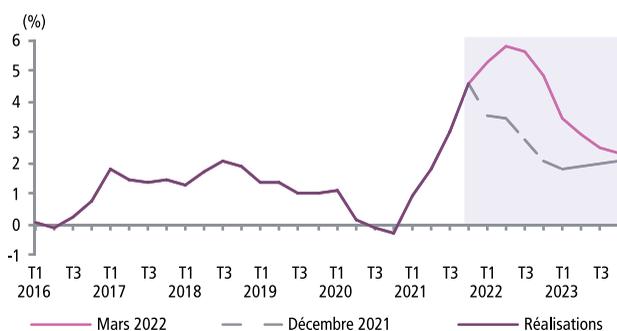
Graphique 7.3 : Prix du Brent



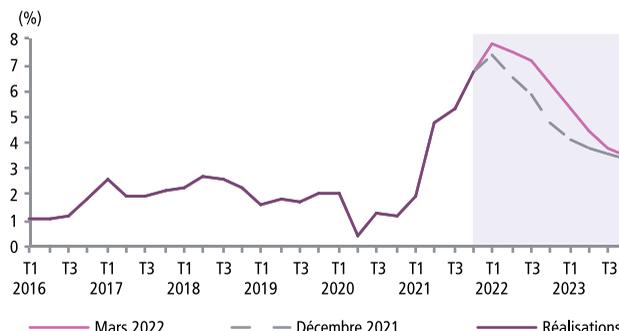
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN (scénario de conflit en Ukraine, établi en date du 03 mars 2022) et institutions internationales.

Orientation des banques centrales vers la normalisation de leur politique monétaire afin de juguler la montée de l'inflation

Face aux fortes pressions inflationnistes, de nombreuses Banques centrales ont amorcé la normalisation de leur politique monétaire, avec une réduction des programmes d'achat d'actifs et/ou augmentation des taux directeurs, malgré la vulnérabilité de la reprise post-pandémique. Pour sa part, la Fed a décidé à l'issue de sa réunion des 15 et 16 mars de relever d'un quart de point la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0,25%-0,5%] dans un contexte d'inflation élevée et d'un marché du travail jugé solide. Elle a également prévu de commencer à réduire la taille de son bilan lors d'une prochaine réunion. Il est à noter qu'en plus de cette hausse, les membres du Comité s'attendent à six hausses de taux d'ici la fin de l'année.

Compte tenu des tensions géopolitiques actuelles en Ukraine, la BCE a décidé, lors de la réunion du 10 mars de son Conseil, de garder inchangés ses taux directeurs et a déclaré que tout ajustement des taux interviendra quelque temps après la fin des achats nets dans le cadre de l'APP et se déroulera de manière progressive. Elle a indiqué que les achats d'obligations dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) seront achevés fin mars 2022 et a annoncé qu'elle mettra fin aux achats d'actifs dans le cadre de l'APP plus rapidement que prévu. De plus, compte tenu du contexte actuel, le Conseil a décidé de proroger les opérations de pension pour les banques centrales (EUREP) jusqu'au 15 janvier 2023.

Sur les marchés de change, l'euro a atteint au quatrième trimestre de 2021 son niveau le plus faible depuis le deuxième trimestre 2020, et s'est renforcé de 0,2% face au dollar entre janvier et février en 2022. Sur l'ensemble de l'année, il devrait se déprécier de 2,4%, pour s'établir à 1,155 USD. En 2023, il devrait s'apprécier légèrement de 0,4% à 1,16 USD.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR

Source : GPMN (scénario de conflit en Ukraine, établi en date du 03 mars 2022).

Une production céréalière autour de 25 MQx pour la campagne agricole 2021/2022 et une récolte moyenne retenue pour 2022/2023

Au niveau national, les données climatiques arrêtées au 10 mars font ressortir un déficit pluviométrique généralisé et important avec un cumul limité à 111,1 mm, le deuxième le plus faible depuis 1991, en baisse de 57,2% par rapport à la campagne précédente et de 54,2% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, le taux de remplissage des barrages s'est situé à la même date à 31,7% contre 49,3% un an auparavant. S'agissant de l'état de la végétation, les données disponibles relatifs à la première décennie de mars indiquent que la situation du couvert végétal¹ est la plus faible depuis 2008 et demeure inférieure d'environ 34,7% en moyenne de celle de la campagne précédente et de 33,5% de la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, la récolte céréalière au titre de la campagne 2020-2021 se situerait à près de 25 MQx selon les estimations de BAM. Tenant compte des évolutions des cultures hors céréales qui devraient être également impactées par la sécheresse et le stress hydrique, la valeur ajoutée agricole devrait diminuer de 19,8% contre un repli de 2,8% dans l'exercice de décembre.

Pour la campagne 2022-2023, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 75 MQx et d'une poursuite de l'évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait s'accroître de 17%.

7.2 Projections macroéconomiques

Accentuation du déficit du compte courant en 2022 en lien essentiellement avec l'alourdissement de la facture énergétique

Tenant compte des données du commerce extérieur à fin 2021, le déficit du compte courant a été révisé légèrement à la hausse à 2,6% du PIB, contre 2,5% prévu en décembre dernier. Il devrait s'alourdir à 5,5% du PIB en 2022 puis s'alléger à 3,7% en 2023.

La révision pour l'année 2021 s'explique essentiellement par les hausses plus importantes que prévu des importations, celles-ci s'étant accrues de 24,5%, sous l'effet principalement de l'alourdissement de la facture énergétique de 51,6% et de l'augmentation de 29,7% des acquisitions de biens de consommation. Pour leur part, les exportations ont augmenté de 24,3%, tirées par l'accroissement de 57,1% des ventes du phosphate et dérivés et de 15,9% de celles du secteur automobile. Les ventes du secteur textile ressortent en hausse de 21,6% et celles

¹ La situation du couvert végétal est mesurée par l'indice de végétation fourni par le Centre Royal de Télédétection Spatiale (CRTS) dont l'historique remonte seulement à 2008.

de l'agro-alimentaire de 9,2%. En parallèle, les recettes de voyage ont reculé de 6% à 34,3 milliards de dirhams, tandis que les transferts des MRE se sont améliorés de 36,8% à 93,3 milliards. S'agissant des recettes d'IDE, elles se sont établies à 32,2 milliards, soit l'équivalent de 2,7% du PIB après 2,5% en 2020.

Sur l'horizon de prévision, les exportations devraient s'améliorer de 12,5% en 2022 puis progresser de 3,4% en 2023, tirées principalement par l'augmentation des ventes du secteur du phosphate et dérivés en 2022 en lien avec la flambée des cours à l'international, avant de reculer en 2023. Quant aux exportations de la construction automobile, elles devraient s'améliorer en 2022 et en 2023, en relation avec le déploiement des nouvelles capacités de production de la construction automobile. S'agissant des exportations du secteur « agricole et agro-alimentaire », elles devraient quasiment stagner en 2022, impactées par les effets de la sécheresse, avant d'augmenter en 2023. Concernant les importations, elles devraient enregistrer une progression de 14,9% en 2022, tirées essentiellement par un alourdissement de la facture énergétique, une augmentation des importations de blé et un accroissement des achats de biens de consommation. En 2023, la hausse des importations devrait se limiter à 1,1%, sous l'effet notamment de l'allègement de la facture énergétique. Les recettes de voyage, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, devraient afficher une reprise graduelle avec la réouverture des frontières, pour se situer à 47 milliards en 2022 et à 70,9 milliards en 2023. Après le niveau record de 93,3 milliards enregistré en 2021, les transferts des MRE retrouveraient à moyen terme leur niveau d'avant crise, revenant à 79,3 milliards en 2022 et à 70,8 milliards en 2023. Concernant les IDE, les recettes reviendraient à leur niveau moyen pour avoisiner 3% du PIB en 2022 et 3,5% en 2023.

Dans ces conditions et tenant compte des hypothèses d'entrées de dons de 1,5 milliards de dirhams en 2022 et en 2023, de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 40 milliards en 2022 et de 21 milliards en 2023, les AOR se situeraient à 342,8 milliards à fin 2022 et à 347,3 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de 6 mois et 15 jours et de 6 mois et 18 jours d'importations de biens et services, respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Exportations de biens (FAB)	10,3	10,7	3,3	-7,5	24,3	12,5	3,4	3,3	4,2
Importations de biens (CAF)	6,7	9,9	2,0	-13,9	24,5	14,9	1,1	6,7	-2,0
Recettes de voyage	12,3	1,2	7,8	-53,7	-6,0	37,2	50,7	6,1	-12,7
Transferts des MRE	5,3	-1,5	0,1	4,9	36,8	-15,0	-10,6	8,2	-8,8
Solde du compte courant, en % du PIB	-3,4	-5,3	-3,7	-1,5	-2,6*	-5,5	-3,7	-0,3	1,2
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,6	5,4	6,9	7,2**	6,3*	6,5	6,6	-0,3	-0,3

* Estimation

** Chiffres actualisés

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires favorables et modération de la croissance du crédit au secteur non financier sur l'horizon de prévision

Après une appréciation de 0,6% en 2021, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 1,3% en moyenne sur l'horizon de prévision, traduisant un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des partenaires et concurrents commerciaux.

Sur la base de l'évolution prévue des réserves de change de la Banque et de la hausse modérée de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait se situer à 75,1 à fin 2022 et à 88,3 milliards de dirhams à fin

2023. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression est revenue de 3,8% au quatrième trimestre 2021 à 3,3% en janvier 2022, traduisant une décélération de celle des crédits aux entreprises non financières privées et aux ménages ainsi qu'une accentuation de la baisse des concours aux entreprises publiques. En termes de perspectives, et tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son accroissement devrait s'établir autour de 4% en 2022 et 2023. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, la croissance de l'agrégat M3 devrait s'établir à 5,9% à fin 2022 et à 4% à fin 2023.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Crédit bancaire au secteur non financier	3,1	5,5	4,0	3,4	4,1	4,1	0,7	-0,3
M3	4,1	3,8	8,5	5,2	5,9	4,0	0,9	-1,2
Besoin de liquidité, en MMDH	-69,0	-62,3	-67,0	-64,4	-75,1	88,3	-5,1	-4,7

Quasi-stabilité de la situation budgétaire en 2022 et légère atténuation en 2023

Après s'être établi à 6,4% du PIB en 2021, le déficit budgétaire devrait se stabiliser à 6,3% du PIB en 2022, soit le même ratio prévu lors de l'exercice de décembre. Ces prévisions tiennent compte notamment d'une forte révision à la hausse des recettes non fiscales avec 8 milliards de dirhams additionnels en recettes des mécanismes de financement spécifiques pour atteindre 20 milliards et 4 milliards supplémentaires en recettes de monopoles et participations pour s'établir à 18 milliards. Ces recettes mobilisées découlent de la volonté des autorités budgétaires de couvrir les dépenses supplémentaires, notamment des soutiens sectoriels, et maintenir le déficit budgétaire en ligne avec la cible de la loi de finances. En effet, au niveau des dépenses, il est relevé une hausse de la charge de compensation à 2,4% du PIB au lieu de 1,7% en décembre, tenant compte notamment des révisions à la hausse des hypothèses des cours du gaz butane et d'une augmentation de la subvention du blé importé.

En 2023, le déficit budgétaire s'atténuerait à 5,9%, sous l'hypothèse d'une amélioration des rentrées fiscales en raison de la reprise de l'activité économique, et d'un alourdissement des dépenses avec en particulier une charge de compensation en accroissement par rapport à celle prévue en décembre.

Rebond de l'économie nationale en 2021 et forte baisse de la valeur ajoutée agricole en 2022

L'économie nationale aurait rebondi de 7,3% en 2021, après une contraction de 6,3% en 2020, en révision à la hausse de 0,6 point de pourcentage (pp) comparativement aux projections de décembre. Cette évolution reflète une hausse de 18,8% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une récolte céréalière de 103,2 MQx au titre de la campagne agricole 2020-2021. S'agissant des activités non agricoles, après un repli de 5,8% en 2020, leur valeur ajoutée aurait enregistré une hausse de 6% en 2021 au lieu de 5,3% retenu dans les projections de décembre, tirées principalement par une reprise plus vigoureuse qu'attendu de l'activité industrielle, du BTP et du commerce. Du côté de la demande, la croissance aurait été portée par un raffermissement de sa composante intérieure à la faveur du stimulus budgétaire, des conditions monétaires accommodantes, du redressement des revenus agricoles et non agricoles et de la hausse exceptionnelle des transferts des MRE. En revanche, quoiqu'en allégement comparativement aux projections de décembre, les exportations nettes y auraient contribué négativement, en lien avec un rebond plus important des importations, en volume, de biens et services que celui des exportations.

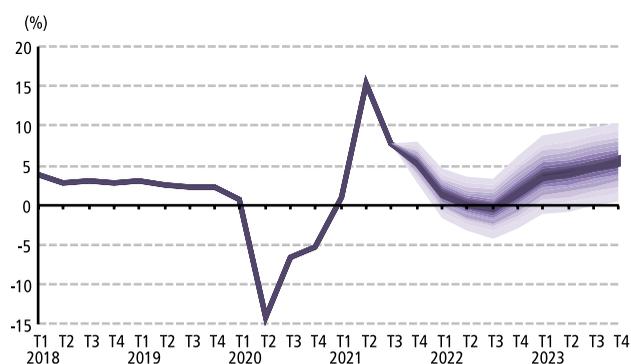
En 2022, pâtissant des conditions climatiques défavorables et des répercussions du conflit russo-ukrainien sur l'économie mondiale, la croissance connaîtrait une nette décélération à 0,7%, en révision à la baisse de 2,2 pp, avant de s'accélérer à 4,6% en 2023. Cette évolution reflèterait une forte baisse de 19,8% de la valeur ajoutée agricole en 2022, tenant compte de l'hypothèse d'une récolte céréalière autour de 25 MQx, selon les prévisions de BAM, suivie d'un accroissement de 17% en 2023, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne de 75 MQx. Pour leur part, les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration, à la faveur notamment de l'allègement des restrictions sanitaires et du maintien du stimulus monétaire et des mesures de soutien sectorielles. En revanche, son rythme a été revu à la baisse comparativement aux projections de décembre pour se situer, en moyenne, à 3% en 2022 et en 2023. Du côté de la demande, la contribution positive de sa composante intérieure devrait se modérer à moyen terme. En particulier, la croissance de la consommation finale des ménages se contracterait en 2022, compte tenu de l'affaiblissement attendu des revenus agricoles, avant de reprendre en 2023, tandis que le rythme d'accroissement de la consommation des administrations publiques est prévu en ralentissement graduel en 2022 et en 2023. De leur côté, les exportations nettes devraient maintenir une participation négative en 2022. La progression des exportations de biens et services, en volume, se consoliderait, quoiqu'impactée en particulier par le ralentissement prévu de la demande étrangère dans un contexte de tensions géopolitiques russo-ukrainiennes, tandis que les importations augmenteraient, reflétant notamment la hausse de celles du blé en lien avec la mauvaise année agricole. Ces perspectives s'amélioreraient graduellement contribuant positivement à la croissance en 2023 à mesure que le choc agricole se dissipe.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations					Prévisions			Ecart (mars/déc.)		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Croissance nationale	1,1	4,2	3,1	2,6	-6,3	7,3	0,7	4,6	0,6	-2,2	1,2
VA agricole	-13,7	15,2	3,7	-5,8	-8,6	18,8	-19,8	17,0	0,0	-17,0	15,0
VA non agricole	2,1	2,9	2,9	3,9	-5,8	6,0	3,0	3,0	0,7	-0,2	-0,4
Impôts sur les produits nets des subventions	8,8	3,1	4,6	1,9	-7,6	6,3	5,0	4,5	0,9	-0,6	0,0

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

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



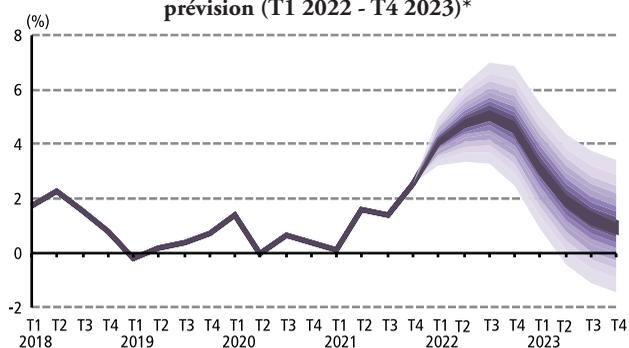
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Forte accélération de l'inflation en 2022

Après une forte accélération de 0,7% en 2020 à 1,4% en 2021, l'inflation poursuivrait sa tendance haussière en 2022, portée essentiellement par les hausses de sa composante sous-jacente et des prix des carburants et

lubrifiants. Sous l'effet des pressions inflationnistes internes et externes à savoir, le renchérissement des cours des matières premières énergétiques et alimentaires à l'international et l'augmentation de l'inflation importée conjugués à une mauvaise campagne agricole nationale, l'inflation sous-jacente culminerait à 4,7% en 2022 au lieu de 1,7% en 2021, avant de revenir à 2,6% en 2023, à mesure que les pressions inflationnistes se dissipent. Pour les autres composantes, la dynamique des prix des carburants et lubrifiants serait rythmée par celle du prix de pétrole à l'international, qui est prévu en hausse en 2022 et en 2023. En outre, les prix des produits alimentaires à prix volatils sont prévus en hausse en 2022, dans un contexte de conditions climatiques défavorables, et ceux des produits réglementés décéléreraient, et ce, compte tenu des mesures programmées dans la Loi de Finances 2022, avant de retrouver leur rythme d'accroissement tendanciel en 2023. Dans ce contexte, l'inflation atteindrait 4,7% en 2022 et reviendrait à 1,9% en 2023.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2022 - T4 2023)*



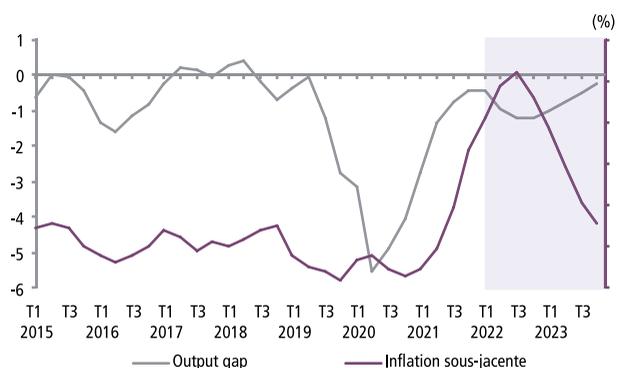
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

	Réalizations				Prévisions			Ecart (mars/déc.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Horizon de 8 trimestres (T1 2022 au T4 2023)	2022	2023
Inflation	1,6	0,2	0,7	1,4	4,7	1,9	3,3	2,6	0,5
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	4,7	2,6	3,6	2,0	0,8

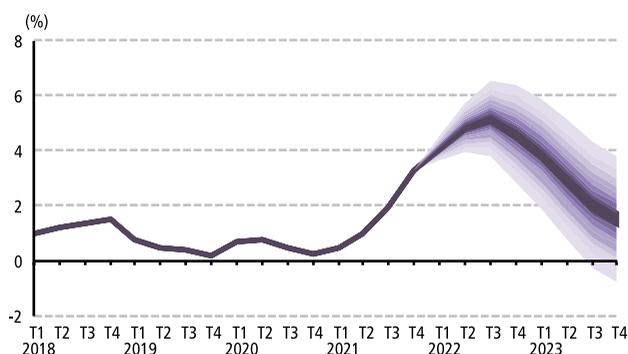
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2022- T4 2023)*



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

7.3 Balance des risques

Cet exercice de prévision intervient dans un contexte marqué par de fortes incertitudes et des risques importants liés au conflit russo-ukrainien et à ses implications. Ces tensions exacerbent l'envolée des prix des matières premières consécutive à la pandémie, fragilisent davantage la reprise économique et amplifient les risques inflationnistes. La matérialisation de ces risques peut significativement affecter le scénario central des projections macroéconomiques. Ainsi, la balance des risques est orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

Pour ce qui est de la croissance, et en dépit des avancées réalisées en matière de vaccination, de la fin de la vague « Omicron », du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que des effets positifs escomptés de l'opérationnalisation du Fonds Mohammed VI pour l'investissement, des risques baissiers entourent la trajectoire centrale des prévisions de la croissance. Ces risques ont trait, sur le plan international, à une dégradation de la demande étrangère provenant particulièrement de la zone euro et au renchérissement des matières premières.

S'agissant des perspectives de l'inflation, les risques à la hausse dominent. En effet, l'intensification du renchérissement des matières premières énergétiques et alimentaires, dans le cas du prolongement de la crise russo-ukrainienne et l'application des sanctions contre la Russie, l'augmentation des coûts du fret, et la persistance des goulets d'étranglement des chaînes mondiales d'approvisionnement pourraient entraîner une hausse plus forte et plus persistante que prévu des prix à la consommation. De même, les conditions climatiques défavorables et le stress hydrique risquent de peser sur les prix des produits alimentaires à prix volatils.

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	17
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	18
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX	18
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	18
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-UE	20
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	20
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais	20
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile	22
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	24
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	24
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	27
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	27
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	27
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	28
Graphique 3.6	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire.....	29
Graphique 3.7	: Variation en glissement annuel du crédit.....	29
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	30
Graphique 3.10	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	30
Graphique 3.11	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	31
Graphique 3.12	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.13	: Evolution des indices sectoriels au au quatrième trimestre 2021	31
Graphique 3.14	: Evolution des bons du Trésor	32
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	32
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	35
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	36
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin février	36
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin février.....	36
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin février	37
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	37
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	41
Graphique 5.2	: PIB par composantes	42
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	42
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	43
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	43
Graphique 5.6	: Output-gap global	43
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	46
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 6.3	: Evolution du cours à l'international du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	47
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	48

Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	48
Graphique E.6.1.1	: Contributions à l'inflation	49
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	49
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	49
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	50
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	54
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	54
Graphique 7.3	: Prix du Brent.....	55
Graphique 7.4	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	55
Graphique 7.5	: Inflation dans la zone euro	56
Graphique 7.6	: Inflation aux Etats-Unis	56
Graphique 7.7	: Taux de change USD/EUR	57
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2021 - T4 2023).....	60
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2022 - T4 2023).....	61
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	61
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2022- T4 2023).....	61

LISTE DES TABLEAUX

TTableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	16
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage.....	17
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	21
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	23
Tableau 2.2	: Evolution des importations	23
Tableau 2.3	: Evolution de la balance de services	24
Tableau 2.4	: Evolution des investissements directs	24
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	27
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	27
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	28
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	35
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	35
Tableau 4.3	: Financement du déficit	36
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	37
Tableau E 4.1.1	: Exécutions budgétaires de 2020 et 2021	38
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	44
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	45
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	58
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	59
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	60
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	61

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1	: Exécution budgétaire au titre de l'année 2021	38
Encadré 6.1	: Evolution de l'inflation en 2021	48