



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 63 / 2022

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

17

1.1 Activité économique et emploi

17

1.2 Conditions monétaires et financières

18

1.3 Prix des matières premières et inflation

20

2. Comptes extérieurs

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

25

3.1 Conditions monétaires

25

3.2 Prix des actifs

29

4. Orientation de la politique budgétaire

32

4.1 Recettes ordinaires

32

4.2 Dépenses

33

4.3 Déficit et financement du Trésor

34

5. Demande, offre et marché du travail

36

5.1 Demande intérieure

36

5.2 Demande extérieure

37

5.3 Offre globale

38

5.4 Marché du travail et capacités de production

38

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

40

6.1 Evolution de l'inflation

40

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

42

6.3 Anticipations de l'inflation

43

6.4 Prix à la production

47

7. Perspectives à moyen terme

48

Synthèse

48

7.1 Hypothèses sous-jacentes

50

7.2 Projections macroéconomiques

53

7.3 Balance des risques

57

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

58

LISTE DES GRAPHIQUES

60

LISTE DES TABLEAUX

61

LISTE DES ENCADRÉS

62



بنك المغرب بنك المغرب خير

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 21 juin 2022

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 21 juin sa deuxième session de l'année 2022.
2. Lors de cette réunion, il a examiné et approuvé le rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2021.
3. Il a analysé par la suite l'évolution de la conjoncture internationale qui reste marquée en particulier par l'enlisement de la guerre en Ukraine, la persistance de l'inflation à des niveaux exceptionnellement élevés, le resserrement des politiques monétaires et la détérioration des perspectives économiques. Pâtissant de cet environnement et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale connaîtrait cette année une forte décélération conjuguée à une exacerbation des pressions inflationnistes.
4. La Banque ayant déjà intégré dans ses prévisions l'impact des décisions prises dans le cadre de l'accord social du 30 avril 2022, et tenant compte de la nature des pressions inflationnistes, essentiellement d'origine externe, et du 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 de soutenir l'activité économique. Il a décidé en conséquence de garder le taux directeur inchangé à 1,50%, tout en continuant de suivre de près l'évolution de la conjoncture nationale et internationale.
5. Au plan international, les restrictions sur les exportations russes et la reprise de la demande émanant de la Chine accentuent la flambée des prix des produits énergétiques et alimentaires. Le cours du Brent a ainsi oscillé autour de 112,4 USD/bl en mai et devrait ressortir à 107 USD/bl en moyenne sur l'ensemble de l'année, avant de revenir à 93,9 USD/bl en 2023. Ceux du charbon et du gaz naturel devraient marquer de nouvelles augmentations de 127,1% et 111% respectivement par rapport à 2021, puis accuseraient des baisses de 29,3% et 26,5% en 2023. Pour les produits alimentaires, les cours termineraient l'année avec une progression moyenne de 34,3% et reculeraient de 9,2% en 2023. S'agissant du phosphate et de ses dérivés, leurs prix continueraient d'évoluer à des niveaux élevés, les prévisions de la Banque mondiale du mois d'avril tablant sur des cours de 175 USD/t cette année et de 160 USD/t en 2023 pour le phosphate brut et de 900 USD/t puis 800 USD/t pour le DAP.
6. Le renchérissement des matières premières, les goulets d'étranglement au niveau des chaînes de production et d'approvisionnement, ainsi que les tensions sur les marchés de travail dans certaines économies avancées continueraient d'alimenter les pressions inflationnistes. Aux Etats-Unis, l'inflation atteindrait 7,8% en moyenne cette année, avant de diminuer à 4,2% en 2023 et dans la zone euro, elle s'accélérait à 7,2% en 2022 puis reviendrait à 3,2% l'année prochaine.


7. Face à cette situation, la BCE a franchi une nouvelle étape dans la normalisation de sa politique monétaire lors de sa réunion du 9 juin, décidant de mettre un terme aux achats nets dans le cadre de son programme d'achats d'actifs et annonçant son intention d'opérer une première hausse de ses taux de 25 points de base en juillet suivie d'une autre augmentation en septembre. Préoccupée par le risque de fragmentation, la BCE a tenu une réunion exceptionnelle le 15 juin au cours de laquelle elle a décidé de faire preuve de flexibilité lors du réinvestissement des actifs acquis dans le cadre de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie. De son côté, la FED a décidé, lors de sa réunion des 14 et 15 juin, de relever de 75 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [1,5%-1,75%] et a annoncé que des augmentations futures seraient appropriées. Elle a indiqué également qu'elle continuera à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires au même rythme annoncé en mai.

8. Pâtissant de ce resserrement des conditions monétaires, l'économie mondiale devrait s'inscrire en nette décélération après le rebond de 6,1% enregistré en 2021. Aux Etats-Unis, la croissance reviendrait à 2,4% en 2022 après 5,7% une année auparavant, puis à 1,9% en 2023 et dans la zone euro, elle reculerait de 5,4% à 2,6% puis à 1,2%. Dans les principaux pays émergents, elle passerait de 8,1% en 2021 à 4,7% en 2022 avant de s'accélérer à 5,8% en 2023 en Chine et se stabiliserait autour de 6,8% en Inde après 8,2% en 2021. En Russie, l'économie entrerait en récession avec des contractions de 10,6% cette année et de 7,8% en 2023.

9. Au niveau national, tirés principalement par la flambée des prix des produits énergétiques et alimentaires ainsi que par l'accélération de l'inflation chez les principaux partenaires commerciaux, les prix à la consommation ont connu une hausse sensible au cours des quatre premiers mois de l'année avec une progression moyenne de 4,5% en glissement annuel. Cette tendance devrait se poursuivre à court terme, l'inflation devant atteindre, selon les projections de la Banque, 5,3% pour l'ensemble de cette année avant de décélérer à 2% en 2023. Sa composante sous-jacente atteindrait 5,2% en 2022 puis reviendrait à 2,5% l'année prochaine.

10. En raison des conditions climatiques défavorables, la production céréalière reculerait en 2022, selon les estimations du Département de l'Agriculture, de 69% à 32 millions de quintaux. La valeur ajoutée agricole devrait ainsi chuter de 15% cette année avant de s'améliorer de 12,9% en 2023 sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 75 millions de quintaux. S'agissant des activités non agricoles, leur croissance devrait se consolider à 3,8%, favorisée par l'assouplissement des restrictions sanitaires, et retrouverait son rythme tendanciel en 2023 avec une progression de 2,8%. Ainsi, après le rebond remarquable de 7,9% enregistré en 2021, la croissance de l'économie nationale devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, ralentir à 1% cette année puis s'accélérer à 4% en 2023.

11. Au plan des comptes extérieurs, les importations s'accroîtraient de 24,2% en 2022 en lien essentiellement avec l'alourdissement de la facture énergétique qui atteindrait 122,4 milliards de dirhams et l'augmentation prévue des acquisitions des produits bruts et des demi-produits. En 2023, la hausse se limiterait à 0,3%, sous l'effet en particulier de la baisse attendue des cours des produits énergétiques. En parallèle, les exportations s'amélioreraient de 22% en 2022 et de 0,8% en 2023, portées principalement par les ventes du phosphate et dérivés et du secteur automobile qui s'établiraient respectivement à 102,7 milliards et 114,7 milliards de dirhams en 2023. Bénéficiant de la réouverture des frontières et du lancement de l'opération Marhaba, les recettes de



voyage connaîtraient une reprise graduelle, passant de 34,3 milliards de dirhams en 2021 à 54,3 milliards en 2022 et à 70,9 milliards en 2023. Après un niveau record de 93,7 milliards enregistré en 2021, les transferts des MRE reviendraient progressivement à leur niveau d'avant crise, totalisant 87,3 milliards en 2022 et 84 milliards en 2023. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se creuserait à 4,9% du PIB en 2022, après 2,3% en 2021, avant de s'alléger à 3,8% en 2023. Concernant les IDE, les recettes avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB sur l'horizon de prévision. Au total, et sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévisionnels du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 342,5 milliards de dirhams à fin 2022 et à 346,4 milliards à fin 2023, assurant ainsi une couverture autour de 6 mois d'importations de biens et services.

12. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux de change effectif réel se déprécierait de 2,8% en 2022 et de 0,9% en 2023, résultat d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des partenaires et concurrents commerciaux et d'une dépréciation nominale en 2022 principalement vis-à-vis du dollar. Quant aux taux débiteurs, ils poursuivent leur tendance baissière, avec une nouvelle diminution au premier trimestre 2022 de 16 points de base à 4,28%. Le besoin de liquidité des banques devrait se creuser à 78,2 milliards de dirhams à fin 2022 puis à 91,9 milliards à fin 2023, tiré par la progression prévue de la circulation 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, l'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de l'année fait ressortir une amélioration de 25,5% des recettes ordinaires portée par l'augmentation du produit fiscal et des financements spécifiques. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 16,6% reflétant en particulier la hausse de la charge de compensation. Tenant compte notamment de ces réalisations et de la mobilisation exceptionnelle annoncée de ressources à travers les mécanismes de financement spécifiques et les recettes de monopoles, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, passer de 5,9% du PIB à 6,3% en 2022 avant de s'atténuer à 5,6% en 2023.



بنك المغرب

APERÇU GÉNÉRAL

Après le rebond enregistré en 2021, l'économie mondiale se trouve confrontée à des vents contraires et ses perspectives sont entourées de fortes incertitudes. Ainsi, le conflit en Ukraine, la persistance des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de production, la flambée des prix des matières premières et la hausse de l'inflation continuent de peser sur l'activité économique et de freiner son rythme. Dans ces conditions, les prévisions de croissance de l'économie mondiale ont été révisées sensiblement à la baisse depuis l'exercice de mars avec des risques qui demeurent principalement baissiers.

Les dernières données disponibles des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2022 font ressortir une accélération de la croissance dans les principales économies avancées, à l'exception des Etats-Unis qui ont connu une décélération à 3,5% en glissement annuel, après 5,5% un trimestre auparavant. Elle est en effet passée de 4,7% à 5,1% dans la zone euro, de 6,6% à 8,7% au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, de 0,4% à 0,5% au Japon.

Dans les principaux pays émergents, l'activité économique a marqué une amélioration en Chine de 4,8% au premier trimestre après 4% un trimestre auparavant. A l'inverse, elle a ralenti de 9,1% à 7,3% en Turquie et de 4,7% à 3,9% en Inde. Concernant la Russie, les données, qui restent celles du quatrième trimestre 2021, montrent un accroissement de l'activité à 5% après 4% un trimestre auparavant.

Sur les marchés de travail, la situation est restée favorable dans la plupart des pays avancés. En effet, le taux de chômage s'est stabilisé en mai à 3,6% aux Etats-Unis, avec en outre des créations d'emplois en baisse à 390 mille postes contre 436 mille le mois précédent. De même, ce taux a stagné à 6,8% en avril dans la zone euro.

Pour ce qui est des marchés financiers, les conditions se sont davantage resserrées au cours du mois de mai en réaction aux préoccupations croissantes liées à l'accélération de l'inflation, à la décélération de la dynamique économique et à l'anticipation de la poursuite du resserrement des politiques monétaires dans les pays avancés. Ainsi, sur les marchés boursiers, les cours ont accusé des replis entre avril et mai avec des taux de 5,6% pour le Dow-Jones, de 3,9% pour l'Eurostoxx 50, de 1,5% pour le FTSE 100 et de 1,4% pour le Nikkei 225. Quant aux rendements souverains, les taux des bons du Trésor à 10 ans se sont globalement accrus entre avril et mai avec en particulier une augmentation à 2,9% pour les Etats-Unis, à 1% pour l'Allemagne, à 1,4% pour la France, à 2% pour l'Espagne et à 2,9% pour l'Italie.

Sur les marchés de change, l'euro s'est renforcé en mai de 2,4% face au dollar, de 1,4% par rapport à la livre sterling et de 0,4% vis-à-vis du yen japonais. Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré des performances disparates, avec des dépréciations face au dollar de 0,8% pour le renminbi chinois et de 1,4% pour la roupie indienne, et une appréciation de 6,5% pour le real brésilien. De son côté, stimulé par les contrôles de capitaux et la décision des autorités russes d'imposer le paiement de leurs exportations de gaz naturel en rouble, ce dernier s'est apprécié de 10,4% face au dollar depuis le début du mois. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en avril à 9,5% aux Etats-Unis et à 5,3% dans la zone-euro.

Au niveau des marchés des matières premières, le cours du Brent a repris en mai 2022 marquant une progression, d'un mois à l'autre, de 6,2% à 112,37 dollars le baril, et s'inscrivant également en hausse de 65,2% en glissement annuel. Cet accroissement reflète principalement l'annonce des restrictions européennes sur les exportations de pétrole russe et le redémarrage graduel de l'économie chinoise avec l'assouplissement des mesures anti-covid. Hors énergie, les produits se sont renchérissés de 14,9% en glissement annuel en mai recouvrant une hausse de 19,5% des cours des produits agricoles, avec en particulier une augmentation de 75,7% pour le blé dur américain, et un recul de 2,7% de ceux des métaux et minerais. Pour les phosphates et dérivés, les cours ont marqué des baisses entre avril et mai de 11,7% à 842,5 \$/t pour le DAP et de 3,3% à 827,5 \$/t pour le TSP, alors qu'ils ont progressé de 2,2% à 255 \$/t. En glissement annuel, les prix ont enregistré des accroissements notables, avec des taux de 148,8% pour le phosphate brut, de 46,6% pour le DAP et de 56,9% pour le TSP.

Dans ce contexte, les pressions inflationnistes se sont accentuées aussi bien dans les pays avancés que dans les principales économies émergentes. L'inflation a poursuivi son trend haussier dans la zone euro, atteignant en mai un niveau record de 8,1% après 7,4% en avril. De même, aux Etats-Unis, elle a atteint 8,6% en mai, le taux le plus élevé depuis décembre 1981, traduisant principalement des hausses exceptionnelles des prix de l'énergie.

S'agissant de l'orientation des politiques monétaires, la Fed a décidé à l'issue de sa réunion des 14 et 15 juin de relever de 75 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [1,5%-1,75%], la plus forte hausse depuis 1994, dans un contexte d'inflation élevée et d'un marché du travail solide. Elle a également indiqué qu'elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires au rythme annoncé en mai. Cette réduction sera plafonnée à 47,5 milliards de dollars par mois en juin, juillet et août, puis à 95 milliards par mois à partir de septembre. Son président anticipe, par ailleurs, que des hausses futures de la fourchette cible seraient appropriées. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, le 16 juin, de relever son taux directeur de 25 pb à 1,25% et a prévu une contraction du PIB de 0,3% lors du deuxième trimestre de l'année. Quant à la BCE, son Conseil a décidé, le 9 juin, de garder inchangés ses taux directeurs et a annoncé son intention d'opérer une première hausse de 25 pb lors de sa prochaine réunion de juillet et prévoit de relever à nouveau les taux directeurs en septembre. Il a également décidé de mettre fin aux achats nets au titre de l'APP à compter du 1er juillet 2022. Le calibrage de la politique monétaire dépendra de l'actualisation des perspectives d'inflation à moyen-terme et reflétera leurs évolutions. Préoccupée par le risque de fragmentation, la BCE a tenu une réunion exceptionnelle le 15 juin au cours de laquelle elle a décidé de faire preuve de flexibilité lors du réinvestissement des actifs acquis dans le cadre de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie.

Du côté des pays émergents, la Banque centrale du Brésil a annoncé, le 4 mai une nouvelle hausse de son taux directeur de 100 pb à 12,75%, pour freiner la montée de l'inflation. Dans le même but, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, le 8 juin, de relever son taux directeur de 50 pb à 4,9%. Pour sa part, la Banque centrale de la Russie a décidé, le 10 juin, d'abaisser son taux directeur de 11% à 9,5%, soit son niveau au début du conflit Russo-Ukrainienne.

Au niveau national, les données des comptes nationaux compilées selon la nouvelle base 2014 font ressortir un rebond de l'économie de 7,9% en 2021 après une contraction de 7,2% en 2020, résultat des améliorations de 17,8% de la valeur ajoutée agricole, et de 6,6% de celle des activités non agricoles. Outre l'effet de base, cette

progression a été favorisée également par l'avancée réalisée dans la campagne de vaccination et le maintien des stimulus monétaire et budgétaire, ainsi que par les bonnes conditions climatiques qui ont caractérisé la campagne agricole 2020/2021.

Sur le marché du travail, la situation a été marquée au premier trimestre 2022 par une perte de 58 mille emplois, après celle de 202 mille un an auparavant, avec une baisse de 183 mille postes dans l'agriculture et une création de 127 mille postes dans les activités non agricoles dont les deux tiers dans les services. Tenant compte d'une sortie nette de 126 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé d'un point à 44,5% et le taux de chômage est revenu de 12,5% à 12,1% globalement, de 17,1% à 16,3% dans les villes et de 5,3% à 5,1% dans les campagnes.

Les données des échanges extérieurs à fin avril 2022 indiquent un alourdissement du déficit commercial de 27,6 milliards pour s'établir à 91 milliards de dirhams. Les exportations ont affiché une progression de 34,2% moins importante que celle de 37,8% des importations, et le taux de couverture est revenu de 62% à 60,4%.

La hausse des exportations a été tirée principalement par les progressions de 98,6% des ventes du phosphate et ses dérivés, de 15,4% des expéditions du secteur « agricole et agro-alimentaire », de 33,6% des exportations du secteur du « textile et cuir » et de 12,9% des ventes du « secteur automobile ». Pour ce qui est des importations, leur augmentation reflète essentiellement l'alourdissement de la facture énergétique à 43,8 milliards ainsi que les accroissements de 53% des achats de demi-produits et de 72,6% des produits bruts.

S'agissant des recettes voyages, elles ont marqué une expansion de 123,3% à fin avril favorisée par l'ouverture des frontières depuis février 2022. Pour leur part, l'amélioration des transferts des MRE a vu son rythme décélérer à 5,3% après 8,3% à fin mars pour s'établir à 30,6 milliards. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont reculé de 739 millions et les dépenses d'investissements directs des marocains à l'étranger se sont contractées de 1,3 milliard.

Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 329,2 milliards de dirhams à fin avril 2022, représentant l'équivalent de 5 mois et 27 jours d'importations de biens et services.

Concernant les conditions monétaires, les données relatives au premier trimestre 2022 font ressortir un allègement du besoin de liquidité des banques à 64,6 milliards, en raison notamment de la hausse des réserves de change. Bank Al-Maghrib a ainsi réduit le montant de ses injections à 75,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une baisse des taux débiteurs de 16 points de base à 4,28% et une dépréciation du taux de change effectif réel. Le crédit bancaire au secteur non financier a enregistré une hausse de 3,1%, après celle de 3,7% au quatrième trimestre 2021, avec une décélération de la croissance des prêts accordés aux ménages et une accentuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques.

Sur le volet des finances publiques, l'exercice budgétaire au titre des cinq premiers mois de 2022 s'est soldé par un déficit de 14 milliards de dirhams, en allègement de 11 milliards comparativement à la même période en 2021. Cette évolution résulte principalement d'une amélioration de 25,5% des recettes ordinaires, reflétant des accroissements de 19,8% des rentrées fiscales et de 126,6% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 16,5%, traduisant essentiellement des hausses de 117,9% de la charge de compensation et de

9,3% des dépenses de biens et services. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 2,1 milliards, au lieu de -9,9 milliards à fin mai 2021. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 16,7% à 32,8 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 1,5% par rapport à son niveau à fin décembre 2021.

Au niveau des marchés des actifs, les prix des biens immobiliers sont ressortis au premier trimestre 2022 en léger repli de 0,3% en glissement trimestriel, recouvrant des diminutions respectives de 2,5% et 0,3% pour les biens à usage professionnel et le résidentiel, et une stagnation pour les terrains. En parallèle, le nombre de transactions a reculé de 10,5% avec des régressions de 13,5% pour les biens à usage professionnel, de 11,2% pour les terrains et de 9,8% pour le résidentiel. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI a enregistré une contreperformance de 4%, reflétant notamment les baisses des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 8,7%, des télécommunications de 7,2% et des banques de 3,2%. A l'inverse, ceux des mines et des sociétés de placement immobilier ont augmenté respectivement de 14,7% et de 11,1%. Quant au volume des échanges, il s'est chiffré à 10,6 milliards de dirhams contre 26,9 milliards un trimestre auparavant et la capitalisation boursière a accusé une diminution trimestrielle de 3,3% à 667,8 milliards de dirhams.

Dans ce contexte, l'inflation, s'est sensiblement accélérée en avril pour atteindre son niveau le plus élevé depuis octobre 1995, soit 5,9% après 4% en moyenne au cours du premier trimestre de l'année. En plus du renchérissement des carburants et lubrifiants, cette accélération est attribuable à l'accentuation de l'inflation sous-jacente qui s'est établie à 5,5% après 4,4%, portée exclusivement par l'envolée des prix de sa composante échangeable, en particulier alimentaire. De même, les produits alimentaires à prix volatils ressortent en hausse de 9,6% au lieu de 5,7% en moyenne au cours du trimestre précédent. En revanche, les tarifs réglementés ont reculé de 0,2% en avril après avoir stagné au premier trimestre, reflétant notamment la baisse des prix du « transport routier de passagers ».

En termes de perspectives, la conjoncture internationale s'est considérablement assombrie ces derniers mois, en raison principalement de l'accentuation des tensions géopolitiques, et plus particulièrement du conflit russo-ukrainien. La croissance de l'économie mondiale devrait ralentir de 6,1% en 2021 à 2,9% en 2022 puis à 2,6% en 2023. Aux Etats-Unis, après une augmentation de 5,7%, la croissance reviendrait à 2,4% en 2022, puis à 1,9% en 2023, sous l'effet du resserrement des conditions monétaires et de l'absence de nouvelles mesures de relance budgétaire sur l'horizon de prévision. Dans la zone euro, après avoir culminé à 5,4% en 2021, elle ralentirait à 2,6% en 2022 puis à 1,2% en 2023 en lien notamment avec les conditions monétaires moins favorables. Sur les marchés de travail, le chômage devrait poursuivre sa baisse en 2022 au niveau des principaux pays avancés, avant de s'inscrire en hausse à partir de 2023 avec la dégradation des perspectives économiques.

Dans les principaux pays émergents, le rythme de progression du PIB en Chine devrait décélérer à 4,7% en 2022 après 8,1% un an auparavant, résultat des fortes restrictions sanitaires et du ralentissement de la demande mondiale, mais devrait, néanmoins, s'accélérer à 5,8% en 2023. En Inde, après un taux de 8,2% en 2021, il devrait ralentir à 6,8% en 2022 et rester à ce niveau en 2023. Au Brésil, après un taux de 5% en 2021, la croissance devrait chuter à 0,9% en 2022 en raison de la persistance des problèmes d'approvisionnement, d'une politique monétaire restrictive et de l'affaiblissement de la demande, avant de s'améliorer à 1,3% en 2023. Pour sa part, la Russie serait entrée en récession cette année, le PIB devant se contracter de 10,6% en 2022, puis de 7,8% en 2023, impacté par les effets négatifs des sanctions.

Sur les marchés des matières premières, les prix des produits énergétiques devraient maintenir leur tendance haussière en raison du conflit en Ukraine et des mesures contre les exportations russes. Le cours du Brent devrait augmenter à 107 dollars le baril en moyenne en 2022 après 70,4 dollars en 2021, avant de reculer à 93,9 dollars en 2023. Quant au charbon, son cours devrait poursuivre sa hausse pour atteindre 271,4 dollars la tonne en moyenne en 2022, avant de revenir à 191,9 dollars en 2023. Concernant les prix des produits alimentaires, ils devraient s'accroître de 34,3% en moyenne en 2022 avant de baisser de 9,2% en 2023, reflétant la situation mer Noire, la sécheresse en Amérique du Sud et la récente vague de chaleur en Inde. Quant aux phosphates et dérivés, le cours du phosphate brut devrait passer de 123 dollars la tonne en 2021 à 175 dollars en 2022, avant de revenir à 160 dollars en 2023. Les prix des dérivés devraient, pour leur part, ressortir en moyenne en 2022 à 900 dollars la tonne pour le DAP et à 750 dollars pour le TSP, avant de reculer en 2023 à 800 et à 650 dollars respectivement.

Dans ces conditions, l'inflation poursuivrait sa tendance haussière aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Aux Etats-Unis, après un taux de 4,7% en 2021, elle ressortirait à 7,8% en moyenne sur l'ensemble de l'année, traduisant principalement un resserrement du marché du travail qui a engendré une certaine pression à la hausse sur les salaires, avant de reculer à 4,2% en 2023. De même, dans la zone euro, elle s'établirait à 7,2% en 2022 suivi d'un ralentissement à 3,2% en 2023.

Au niveau national, les exportations devraient augmenter de 22%, puis s'accroître de 0,8% en 2023, tirées essentiellement par les expéditions du phosphate et dérivés qui ressortiraient en rebond de 43,4% à 115,1 milliards de dirhams, en lien avec la hausse prévue des cours, avant de reculer à 10,8% en 2023 à 102,7 milliards. De même, les ventes de la construction automobile connaîtraient un accroissement de 33,7% à 52,6 milliards de dirhams en 2022 et de 10,5% à 58,1 milliards en 2023. S'agissant des exportations du secteur « agricole et agroalimentaire », elles devraient s'améliorer de 6,5% à 74,2 milliards de dirhams en 2022 et de 1,3% à 75,2 milliards en 2023. Les importations afficheraient pour leur part une progression de 24,2%, tirées principalement par un alourdissement de 61,6% de la facture énergétique. En 2023, la hausse des importations devrait se limiter à 0,3%, sous l'effet notamment de l'augmentation de 7,8% de celles de biens de consommation et d'un allègement de 9,2% de la facture énergétique à 111,2 milliards de dirhams. En parallèle, et en lien avec la réouverture des frontières, les recettes de voyage devraient s'améliorer, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, passant de 34,3 milliards en 2021 à 54,3 milliards de dirhams en 2022, puis à 70,9 milliards en 2023. Quant aux transferts des MRE, et après une hausse de 37,5% à un montant record de 93,7 milliards en 2021, ils reculeraient de 6,8% à 87,3 milliards de dirhams en 2022 et de 3,8% à 84 milliards en 2023. Pour ce qui est des flux d'IDE, les recettes avoisineraient 3% du PIB sur l'horizon de prévision.

Tenant compte notamment des hypothèses d'entrées de dons de 2,2 milliards en 2022 et de 2 milliards en 2023 et de financements extérieurs prévus du Trésor à l'international, les AOR se situeraient à 342,5 milliards à fin 2022 et à 346,4 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de plus de 6 mois d'importations de biens et services.

Concernant les conditions monétaires, et après une appréciation de 0,6% en 2021, le taux de change effectif réel se déprécierait de 2,8% en 2022, résultat d'une baisse de la valeur de la monnaie nationale en termes nominaux principalement vis-à-vis du dollar et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux. En 2023, cette dépréciation devrait s'atténuer à 0,9%, en lien notamment avec le repli

du différentiel d'inflation et de l'appréciation du dirham en termes nominaux. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression devrait s'établir autour de 4% en moyenne en 2022 et 2023.

Sur le volet des finances publiques, après s'être établi à 5,9% du PIB en 2021, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait s'établir à 6,3% du PIB en 2022 avant de s'atténuer à 5,6% du PIB en 2023.

Pour ce qui est des comptes nationaux, la croissance de l'économie nationale ralentirait à 1% avec un repli de 15% de la valeur ajoutée agricole tenant compte d'une récolte céréalière de 32 MQx, selon l'estimation du Département de l'Agriculture, et une hausse de 3,8% de la valeur ajoutée des activités non agricoles. En 2023, elle afficherait une accélération à 4%, traduisant essentiellement un redressement de 12,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Le rythme des activités non agricoles ralentirait à 2,8% dans un contexte de modération de la demande extérieure. 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 tenant compte de la hausse attendu des importations en volume, avant de s'améliorer pour y contribuer positivement en 2023, reflétant la poursuite de la dynamique des exportations.

Les pressions inflationnistes continuent d'être nourries principalement par des facteurs externes, en l'occurrence les cours de l'énergie et des produits alimentaires. Dans ce contexte, l'inflation s'accélérait de 1,4% en 2021 à 5,3% en 2022, portée principalement par la hausse de sa composante sous-jacente et, dans une moindre mesure du renchérissement des prix carburants et lubrifiants et des produits alimentaires à prix volatils. Elle devrait ensuite revenir autour de 2% en 2023 et sa composante sous-jacente se situerait à 2,5%.

Cet exercice intervient dans un contexte marqué par de fortes incertitudes ayant trait aux développements du conflit russo-ukrainien. La balance des risques ressort orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. S'agissant de la croissance, et en dépit du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire, un affaiblissement plus important de la demande étrangère, en lien avec une dégradation des perspectives des principaux pays partenaires pourrait engendrer des effets négatifs sur les activités non agricoles. Pour ce qui est de l'inflation, les risques sont liés aux restrictions imposées par certains pays comme l'Inde, l'Indonésie et la Malaisie sur leurs exportations en produits alimentaires. Par ailleurs, la persistance des goulets d'étranglement des chaînes mondiales d'approvisionnement pourrait entraîner une hausse plus forte et plus persistante que prévu des prix à la consommation.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'économie mondiale reste soumise à des vents contraires ayant trait à la situation en Ukraine, la persistance des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de production, la flambée des prix des matières premières et la hausse de l'inflation. Ces facteurs accentuent les risques qui pèsent sur ses perspectives et devraient induire une décélération sensible de sa croissance. Les dernières données disponibles sont relatives au premier trimestre 2022 et font ressortir une accélération de la croissance dans les principales économies avancées, à l'exception des Etats-Unis. Dans les principaux pays émergents, ces données indiquent notamment un rebond de l'activité économique en Chine. Parallèlement, la situation sur le marché du travail a poursuivi son amélioration, avec des taux de chômage en baisse dans la plupart des pays avancés. En revanche, les conditions sur les marchés financiers se sont davantage resserrées au cours du mois de mai en réaction aux préoccupations croissantes liées à l'accélération de l'inflation, au ralentissement de la dynamique économique aux Etats-Unis et à l'anticipation d'un resserrement des politiques monétaires des pays avancés. Dans ce contexte, les pressions inflationnistes se sont accentuées aussi bien dans les pays avancés que dans les principales économies émergentes.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données du premier trimestre 2022 font ressortir une décélération de l'activité aux Etats-Unis à 3,5% en glissement annuel après 5,5% un trimestre auparavant, en lien principalement avec la contreperformance des exportations nettes. Quant à la zone euro, la croissance a progressé de 4,7% à 5,1%, reflétant essentiellement une hausse à 3,7% contre 1,8% en Allemagne et à 6,4% après 5,5% en Espagne. En revanche, l'Italie a vu le rythme de son économie ralentir à 5,8% contre 6,2% et la France à 5,3%.

Pour ce qui est des autres principales économies avancées, la croissance s'est accélérée au premier trimestre 2022 de 6,6% à 8,7% au Royaume-Uni, et dans une moindre mesure au Japon de 0,4% à 0,5%.

Dans les principales économies émergentes, la croissance s'est améliorée en Chine pour s'établir à 4,8% au premier trimestre après 4% un trimestre auparavant et ce, malgré la poursuite d'une politique restrictive en matière de lutte contre la pandémie. Elle a également progressé au Brésil où elle s'est établie à 1,7% après 1,6% le trimestre précédent. En revanche, elle a ralenti de 9,1% à 7,3% en Turquie et de 4,7%

à 3,9% en Inde. Concernant la Russie, les données restent celles du quatrième trimestre 2021 et montrent une amélioration du rythme de l'activité à 5% contre 4% un trimestre auparavant.

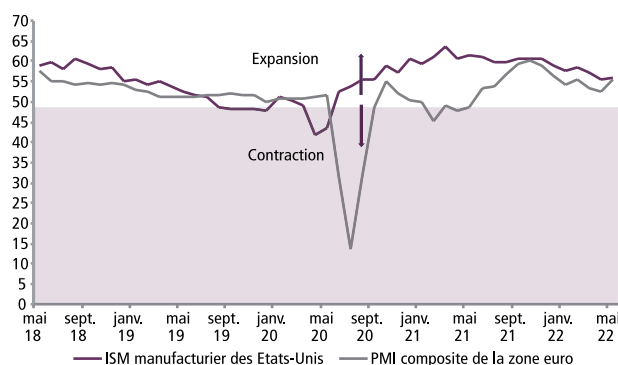
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (%)

	2020				2021				2022
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Pays avancés									
Etats-Unis	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	0,5	12,2	4,9	5,5	3,5
Zone euro	-3,2	-14,6	-4,0	-4,3	-0,9	14,6	4,1	4,7	5,1
France	-5,3	-18,9	-3,2	-4,2	1,8	19,1	3,5	5,5	5,3
Allemagne	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-2,8	10,4	2,9	1,8	3,7
Italie	-6,4	-18,5	-5,4	-6,1	0,0	17,7	3,9	6,2	5,8
Espagne	-4,3	-21,5	-8,7	-8,8	-4,1	17,8	3,5	5,5	6,4
Royaume-Uni	-2,0	-21,1	-7,7	-6,3	-5,0	24,5	6,9	6,6	8,7
Japon	-1,9	-10,1	-5,3	-0,9	-1,7	7,4	1,2	0,4	0,5
Pays émergents									
Chine	-6,9	3,1	4,8	6,4	18,3	7,9	4,9	4,0	4,8
Inde	3,4	-21,4	-5,9	2,1	5,7	18,2	8,3	4,7	3,9
Brésil	-0,1	-10,7	-3,7	-0,9	1,3	12,3	4,0	1,6	1,7
Turquie	4,4	-10,4	6,3	6,2	7,3	21,9	7,5	9,1	7,3
Russie	1,5	-7,4	-3,3	-1,3	-0,3	10,5	4,0	5,0	n.d

Source : Thomson Reuters.

S'agissant des indicateurs économiques avancés, une première estimation de l'indice PMI composite de la zone euro fait ressortir un repli à 54,9 points en mai contre 55,8 points en avril, qui bien qu'en légère baisse indique une poursuite de la croissance du secteur privé et ce, pour le quinzième mois consécutif. Cette évolution s'explique essentiellement par le dynamisme du secteur des services, alors que le secteur manufacturier n'a, quant à lui, enregistré qu'une faible expansion. Aux Etats-Unis, les données de mai montrent une hausse de l'ISM manufacturier à 56,1 après 55,4 en avril.

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

Les conditions sur les marchés de l'emploi poursuivent leur amélioration. Aux Etats-Unis, le taux de chômage a stagné à 3,6% en mai, avec en parallèle des créations d'emplois qui se sont inscrites en baisse à 390 mille postes contre 436 mille le mois précédent.

Dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable à 6,8% en avril par rapport au mois précédent. Dans les principaux pays de la zone, les évolutions ont été différenciées avec notamment une baisse de 7,3% à 7,2% en France, de 13,5% à 13,3% en Espagne, ainsi qu'une stagnation à 3% en Allemagne et à 8,4% en Italie.

Au Royaume-Uni, selon les derniers chiffres datant du mois de février, ce taux est ressorti en légère baisse à 3,7% contre 3,8% un mois auparavant.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage

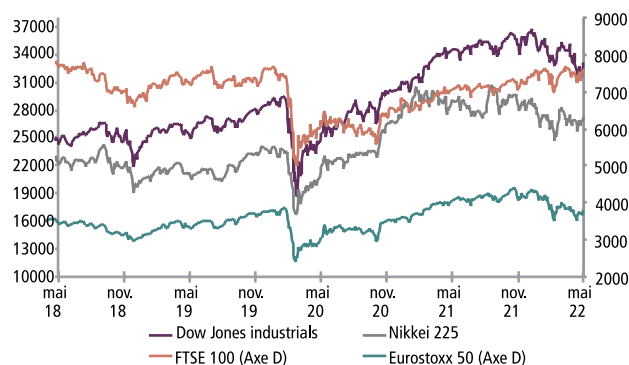
(en%)	2020	2021	2021			2022					
			Mars			Avril			Mai		
Etats-Unis	8,1	5,4	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	
Zone euro	8,0	7,7	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	N.D	N.D	
France	8,0	7,9	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	N.D	N.D	
Allemagne	3,7	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	N.D	N.D	
Italie	9,3	9,5	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	N.D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

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

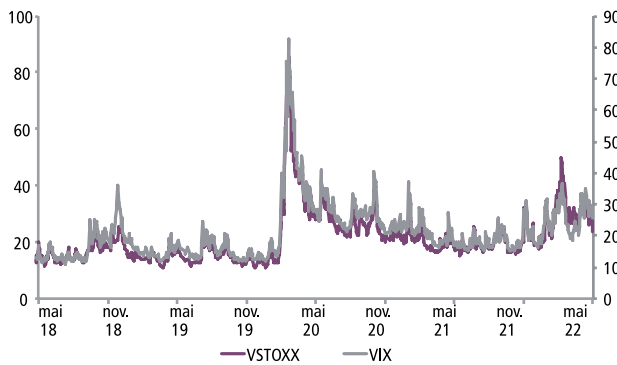
Face aux préoccupations croissantes en matière d'inflation, au ralentissement de la dynamique économique et à l'anticipation d'un resserrement plus rapide des politiques monétaires, les marchés boursiers ont accusé des replis entre avril et mai avec des taux de 5,6% pour le Dow-Jones, de 3,9% pour l'Eurostoxx 50, de 1,5% pour le FTSE 100 et de 1,4% pour le Nikkei 225. En parallèle, la volatilité a augmenté aussi bien sur les places américaines qu'européennes, le VIX atteignant 29,42 et le VSTOXX 29,66. Du côté des pays émergents, les principales bourses ont enregistré des régressions, le MSCI EM ayant reculé entre avril et mai de 6,6%, reflétant principalement des baisses de 5,1% en Chine et de 8,5% en Inde.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters.

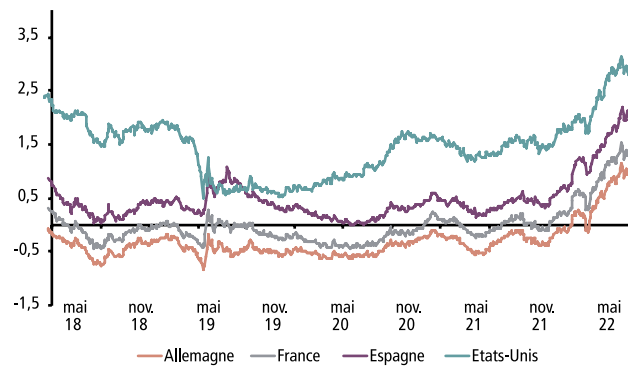
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires, les rendements souverains à 10 ans des principales économies avancées se sont accrus entre avril et mai. Ainsi, le taux des bons à 10 ans a augmenté de 15 points de base (pb) à 2,9% pour les Etats-Unis, de 23 pb à 1% pour l'Allemagne, de 20 pb à 1,4% pour la France, de 35 pb à 2% pour l'Espagne et de 55 pb à 2,9% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux a enregistré des hausses de 57 pb à 12,5% pour le Brésil et de 24 pb à 7,3% pour l'Inde. En revanche, il a baissé de 1 pb à 2,8% en Chine.

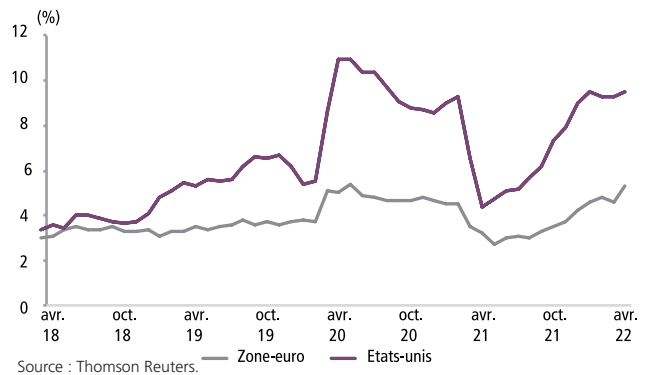
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité ont augmenté entre avril et mai de 6 pb à -0,39% et de 36 pb à 1,46% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en avril à 9,5% aux Etats-Unis et à 5,3% dans la zone-euro.

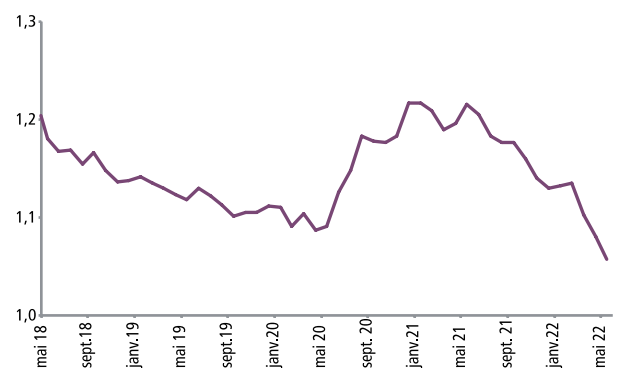
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Alors que la BCE prévoit de relever ses taux à partir de juillet, l'euro s'est renforcé en mai de 2,4% face au dollar, de 1,4% face à la livre sterling et de 0,4% vis-à-vis du yen japonais. Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré des performances disparates, avec des dépréciations face au dollar de 0,8% pour le renminbi chinois et de 1,4% pour la roupie indienne, ainsi qu'une appréciation de 6,5% pour le real brésilien. De son côté, stimulé par les contrôles de capitaux et la décision des autorités russes d'imposer le paiement en rouble pour les exportations de gaz, le rouble s'est apprécié de 10,4% face au dollar depuis le début du mois.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la FED a décidé, lors de sa réunion des 14-15 juin, de relever de trois quarts de points de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [1,5%-1,75%] dans

un contexte d'inflation élevée et d'un marché du travail jugé solide. Elle a également indiqué qu'elle continuera à réduire la taille de son bilan à partir du mois courant.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé, le 16 juin, de relever son taux directeur de 25 pb à 1,25% et a prévu une contraction du PIB de 0,3% lors du deuxième trimestre de l'année.

Quant à la BCE, son Conseil a décidé, le 9 juin, de garder inchangés ses taux directeurs et a annoncé son intention d'opérer une première hausse de 25 pb lors de sa prochaine réunion de juillet et prévoit de relever à nouveau les taux directeurs en septembre. Elle a également annoncé, le 15 juin, de nouvelles mesures destinées à lutter contre le risque de fragmentation, alors que la pandémie a laissé des vulnérabilités durables dans l'économie de la zone-euro.

Du côté des pays émergents, la Banque centrale du Brésil a annoncé, le 15 juin, une nouvelle hausse de son taux directeur de 50 pb à 13,25%, dans le but de freiner l'inflation dans un contexte de pressions exacerbées par la guerre en Ukraine. Elle a également déclaré qu'une hausse d'une moindre ou égale ampleur est envisagée lors de sa prochaine réunion. De même, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, le 8 juin, de relever son taux directeur de 50 pb à 4,9%, visant à freiner la hausse des prix et à atténuer l'impact des tensions géopolitiques. Pour sa part, la Banque centrale de la Russie a décidé, le 10 juin, d'abaisser son taux directeur de 11% à 9,5%, soit son niveau au début du conflit Russo-Ukrainienne.

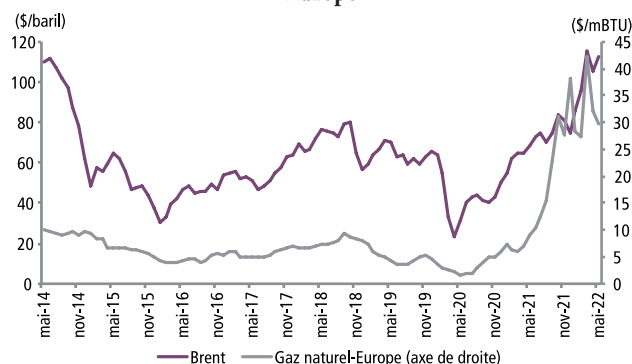
1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le cours du Brent a repris en mai 2022 marquant une progression, d'un mois à l'autre, de 6,2% s'établissant à 112,37 dollars le baril, et s'inscrivant également en hausse de 65,2%

en glissement annuel. Cette augmentation reflète principalement l'annonce de l'embargo européen sur le pétrole russe et le redémarrage progressif de l'économie chinoise avec l'assouplissement des mesures anti-Covid. Inversement, le prix du gaz naturel Europe s'est de nouveau contracté de 7,3% en mai à 29,9 dollars mBTU¹, tandis qu'il a été multiplié par près de 3 et demi en glissement annuel.

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

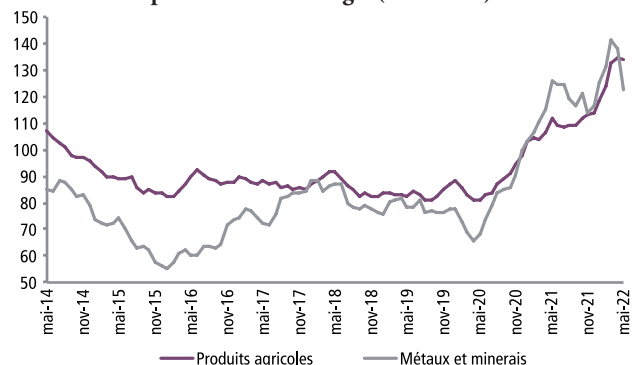


Source : Banque mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, les produits se sont renchérissés de 14,9% en glissement annuel en mai recouvrant une hausse de 19,5% des cours des produits agricoles avec un renchérissement de 75,7% du blé dur américain, et un recul de 2,7% de ceux des métaux et minerais.

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

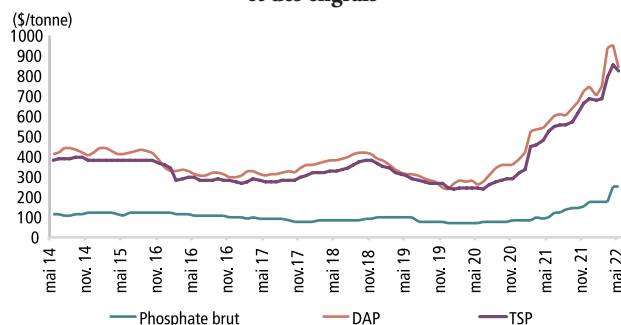


Source : Banque Mondiale.

¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

Sur le marché des phosphates et dérivés, les cours ont marqué des baisses entre avril et mai de 11,7% à 842,5 \$/t pour le DAP et de 3,3% à 827,5 \$/t pour le TSP, alors que le prix du phosphate brut a poursuivi son augmentation en mai de 2,2% s'établissant à 255 \$/t. En glissement annuel, les prix ont enregistré des progressions notables, avec des hausses de 148,8% pour le phosphate brut, de 46,6% pour le DAP et de 56,9% pour le TSP.

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



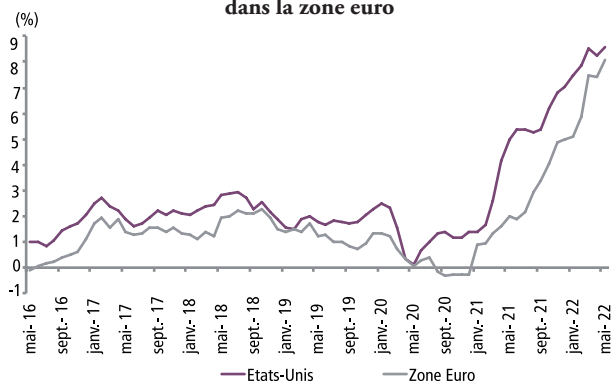
Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

La hausse des prix des produits de base, accélérée par le conflit russo-ukrainien ainsi que par la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, continue de raviver les pressions inflationnistes. Dans ce sens, l'inflation dans la zone euro a poursuivi son trend haussier, atteignant en mai un niveau record de 8,1% après 7,4% en avril. Cette évolution reflète notamment des accélérations de 7,8% à 8,7% en Allemagne, de 5,4% à 5,8% en France, de 6,3% à 7,3% en Italie et de 8,3% à 8,5% en Espagne. De même, l'inflation aux Etats-Unis a atteint 8,6% en mai, le taux le plus élevé depuis décembre 1981, traduisant principalement des hausses exceptionnelles des prix de l'énergie. Pour les autres principaux pays avancés, les données, qui restent celles d'avril, indiquent une augmentation de l'inflation passant de 7% à 9% au Royaume-Uni et de 1,2% à 2,4% au Japon son niveau le plus élevé depuis février 2015.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation a marqué un recul en mai, revenant de 17,8% à 17,1% en Russie, de 12,1% à 11,7% au Brésil, de 7,8% à 7% en Inde, alors qu'elle a stagné à 2,1% en Chine.

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	2022		
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	1,2	4,7	8,5	8,3	8,6
Zone Euro	0,3	2,6	7,4	7,4	8,1
Allemagne	0,4	3,2	7,6	7,8	8,7
France	0,5	2,1	5,1	5,4	5,8
Espagne	-0,3	3,0	9,8	8,3	8,5
Italie	-0,1	1,9	6,8	6,3	7,3
Royaume-Uni	0,9	2,6	7,0	9,0	N.D
Japon	0,0	-0,2	1,2	2,4	N.D

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données des échanges extérieurs à fin avril 2022 indiquent un alourdissement du déficit commercial de 27,6 milliards, par rapport à la même période de 2021, pour s'établir à 91 milliards de dirhams. Les exportations ont affiché une progression de 35,4 milliards ou 34,2%, moins importante que celle de 63,1 milliards ou 37,8% des importations. Le taux de couverture est ainsi revenu de 62% à 60,4%. En revanche, et avec l'ouverture des frontières, les recettes voyages ont plus que doublé pour atteindre 14,6 milliards de dirhams et les transferts des MRE ont enregistré un accroissement de 5,3% à 30,6 milliards. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont reculé de 739 millions et les dépenses d'investissements directs des marocains à l'étranger se sont contractées de 1,3 milliard. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés pour leur part à 329,2 milliards de dirhams à fin avril 2022, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 27 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

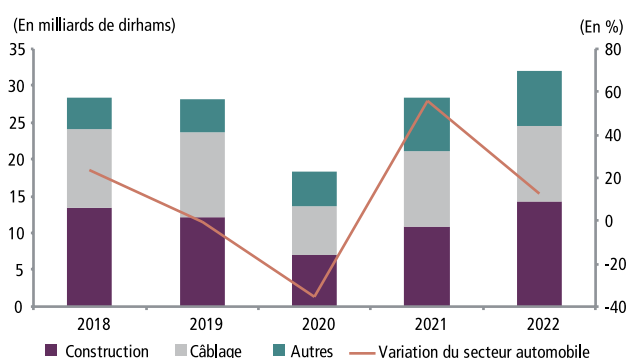
2.1.1 Exportations

La hausse des exportations a concerné l'ensemble des secteurs. Les ventes des phosphates et dérivés ont augmenté de 98,6% à 36,1 milliards de dirhams, reflétant essentiellement un rebond de 120,8% des ventes des « engrais naturels et chimiques » sous l'effet d'une augmentation de 132,7% de leur prix à l'export. Quant aux expéditions du secteur « agricole et agro-alimentaire », elles se sont améliorées de 15,4% à 32,8 milliards, avec notamment des progressions de 26,5% pour l'industrie agro-alimentaire et de 7% pour les produits agricoles. Pour leur part, les exportations du secteur du « textile et cuir » ont connu une hausse de 33,6% à 14,5 milliards, traduisant des accroissements de 37,6% pour les « vêtements confectionnés », de 29,7% pour les « articles de bonneterie » et de 28% pour les chaussures.

Malgré les difficultés que connaît le secteur automobile à l'échelle international, les ventes se sont accrues de 12,9% à 32 milliards de dirhams, tirées principalement par la progression de 31,5% du segment de la construction en lien avec la hausse des capacités de production. En revanche, les expéditions du segment « câblage » ont quasiment stagné à 10,2 milliards et celles de l'intérieur véhicules et sièges ont accusé une diminution de 10,7%.

En parallèle, les exportations de l'industrie aéronautique se sont améliorées de 64,1% à 7,4 milliards, résultat d'une hausse de 80,5% pour le segment « assemblage » et de 35,5% pour celui de des systèmes d'interconnexion de câblage électrique. De même, les ventes du secteur « électronique et électricité » ont enregistré un accroissement de 19,1% à 5,3 milliards de dirhams.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

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

Secteurs/Segments	janvier - avril		Variations	
	2022	2021	En valeur	En %
Exportations	139 014	103 596	35 418	34,2
Phosphates et dérivés	36 141	18 195	17 946	98,6
Agriculture et Agro-alimentaire	32 837	28 445	4 392	15,4
Industrie alimentaire	15 044	11 892	3 152	26,5
Agriculture, sylviculture, chasse	17 268	16 131	1 137	7,0
Textile et Cuir	14 535	10 878	3 657	33,6
Vêtements confectionnés	9 296	6 756	2 540	37,6
Articles de bonneterie	2 826	2 179	647	29,7
Chaussures	1 065	832	233	28,0
Automobile	31 990	28 344	3 646	12,9
Construction	14 332	10 898	3 434	31,5
Câblage	10 207	10 212	-5	0,0
Intérieur véhicules et sièges	2 392	2 679	-287	-10,7
Electronique et Electricité	5 277	4 431	846	19,1
Fils, câbles et autres conducteurs pour l'électr.	2 162	1 764	398	22,6
Composants électroniques (transistors)	1 592	1 202	390	32,4
Appareils pour la coup. la connex. circuits électr.	632	549	83	15,1
Aéronautique	7 375	4 494	2 881	64,1
Assemblage	5 130	2 842	2 288	80,5
EWIS	2 205	1 627	578	35,5
Autres extractions minières	1 806	1 456	350	24,0
Minerai de cuivre	395	274	121	44,2
Sulfate de baryum	529	455	74	16,3
Autres industries	9 053	7 353	1 700	23,1
Métallurgie et Travail des métaux	3 317	2 524	793	31,4
Industrie du plastique et du caoutchouc	749	742	7	0,9
Industrie pharmaceutique	453	465	-12	-2,6

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La hausse des importations a été tirée essentiellement par l'alourdissement de la facture énergétique à 43,8 milliards. Cette évolution reflète en premier lieu la flambée des prix à l'international, mais également les accroissements des quantités importées notamment de 15,8% pour le « gas-oils et fuel-oils ». Les achats de demi-produits se sont accrus de 53% à 55,1 milliards et ceux de produits bruts ont progressé de 72,6% à 13,9 milliards, traduisant respectivement les

augmentations des achats de l'ammoniac (+368%) et du « sulfures bruts et non raffinés » (+193%).

Tirées par la flambée des cours, les importations de produits alimentaires ont progressé de 5,8 milliards pour atteindre 28,8 milliards, intégrant en particulier des hausses de 2 milliards des approvisionnements en « orge » et de 1,1 milliard pour le blé. De même, les achats de biens d'équipement ont enregistré une augmentation de 14,4% à 45,7 milliards, et ceux de produits finis de consommation ont affiché une hausse de 7,7% à 42,8 milliards, reflétant des accroissements de 54,5% des acquisitions des tissus et fils et de 13,1% des parties et pièces de voitures de tourisme.

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

Groupements d'utilisation	janvier - avril		Variations	
	2022	2021	En valeur	En %
Importations CAF	230 052	166 993	63 059	37,8
Produits énergétiques	43 789	20 259	23 530	-
Gas-oils et fuel-oils	21 632	9 492	12 140	-
Houilles; coques et combustibles solides similaires	6 983	2 741	4 242	-
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	9 136	5 331	3 805	71,4
Demi produits	55 089	36 004	19 085	53,0
Ammoniac	7 451	1 593	5 858	-
Produits chimiques	6 213	3 674	2 539	69,1
Matières plastiques	7 285	4 976	2 309	46,4
Produits bruts	13 877	8 042	5 835	72,6
Sulfures bruts et non raffinés	6 027	2 056	3 971	-
Huile de soja brute ou raffinée	2 366	1 339	1 027	76,7
Produits alimentaires	28 762	22 932	5 830	25,4
Orge	2 272	263	2 009	-
Blé	8066	6954	1112	16,0
Biens d'équipement	45 692	39 940	5 752	14,4
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	3 553	2 284	1 269	55,6
Moteurs à pistons	3 931	3 176	755	23,8
Appareils pour production du froid à usage indus	851	271	580	-
Produits finis de consommation	42 820	39 758	3 062	7,7
Tissus et fils	4 052	2 622	1 430	54,5
Parties et pièces pour voitures de tourisme	7 560	6 686	874	13,1

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Le solde excédentaire de la balance des services s'est amélioré de 72,5% à 23 milliards, résultat d'un accroissement de 35% ou 13,2 milliards des exportations, plus important que celui de 14,5% ou 3,5 milliards des importations.

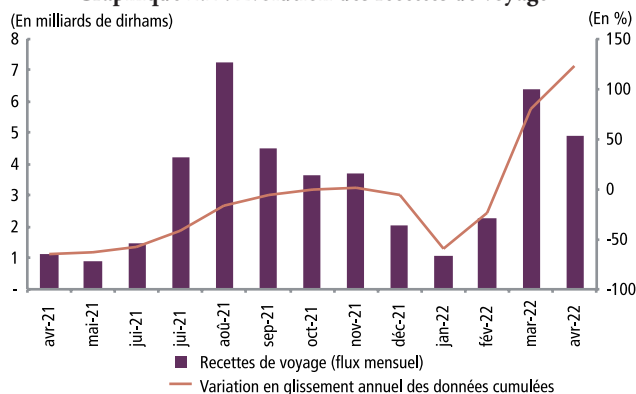
Tableau 2.3 : Evolution de la balance de services (en millions de dirhams)

	janvier - avril		Variations	
	2022	2021	en valeur	en %
Importations	27 843	24 317	3 526	14,5
Exportations	50 816	37 634	13 182	35,0
Solde	22 973	13 316	9 656	72,5

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, et sous l'effet de l'ouverture des frontières depuis février 2022, elles ont enregistré une forte hausse de 123,3% à fin avril. Les dépenses au même titre ont également progressé de 54,2% à 4,2 milliards de dirhams.

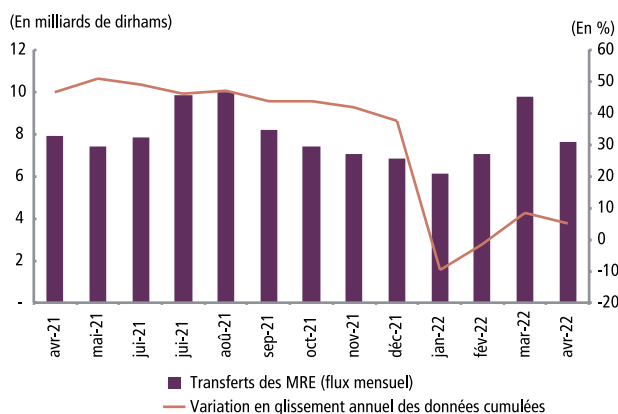
Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage



Source : Office des Changes.

Pour leur part, l'accroissement des transferts des MRE a vu son rythme décélérer à 5,3% après 8,3% à fin mars pour s'établir à 30,6 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 progressé de 5% pour s'établir à 6,1 milliards, résultat d'un recul de 7% des recettes, moins important que celui de 22% des cessions. En parallèle, le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a diminué de 50,9% à 738 millions, traduisant une baisse de 1,3 milliard des dépenses plus importante que celle de 527 millions des recettes. A fin avril 2022, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 329,2 milliards, soit l'équivalent de 5 mois et 27 jours d'importations de biens et services.

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

	janvier - avril		Variations	
	2022	2021	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	6 142	5 850	292	5,0
Recettes	9 800	10 539	-739	-7,0
Dépenses	3 658	4 689	-1 031	-22,0
Investissements des marocains à l'étranger	738	1 503	-765	-50,9
Dépenses	5 173	6 465	-1 292	-20,0
Recettes	4 435	4 962	-527	-10,6

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre 2022, les conditions monétaires ont été marquées par une dépréciation du taux de change effectif réel et un repli des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression annuelle a décéléré à 3,1% au lieu de 3,7% un trimestre auparavant, résultat du ralentissement de la croissance des prêts accordés aux ménages et de l'accentuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve se sont accrus de 7,7% et les créances nettes sur l'administration centrale ont augmenté de 19,8%. Au total, la croissance de la masse monétaire est revenue, d'un trimestre à l'autre, de 6,5% à 5,6%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs sont ressortis en légère baisse de 0,3% au premier trimestre 2022, recouvrant des diminutions respectives de 2,5% et de 0,3% pour les biens à usage professionnel et le résidentiel, et une stagnation pour les terrains. Parallèlement, le nombre de transactions a reculé de 10,5% globalement, avec des régressions de 13,5% pour les actifs à usage professionnel, de 11,2% pour les terrains et de 9,8% pour le résidentiel.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est déprécié au premier trimestre de 4% et le volume des échanges s'est chiffré à 10,6 milliards contre 26,9 milliards un trimestre auparavant. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une baisse trimestrielle de 3,3% à 667,8 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du premier trimestre 2022, le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 64,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 69,9 milliards un trimestre auparavant, traduisant la hausse des réserves de change de Bank Al-Maghrib. Quant aux placements du Trésor sur le marché monétaire, ils se sont établis à 6,9 milliards de dirhams en moyenne, après 7 milliards, et ont été effectués majoritairement sur le marché de la pension livrée à un taux moyen de 1,41%. Dans ces conditions, la Banque a réduit le montant de ses injections de 83,4 milliards à 75,5 milliards, dont 33,2 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 22,2 milliards à travers les opérations de pensions livrées et 20,1 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME. Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est passée de 41,1 jours à 46,9 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Les dernières données disponibles indiquent une accentuation du besoin de la liquidité bancaire à 77 milliards en moyenne au cours des mois d'avril et mai 2022.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont connu globalement une augmentation au premier trimestre, tendance qui s'est accentuée au cours des mois d'avril et mai aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

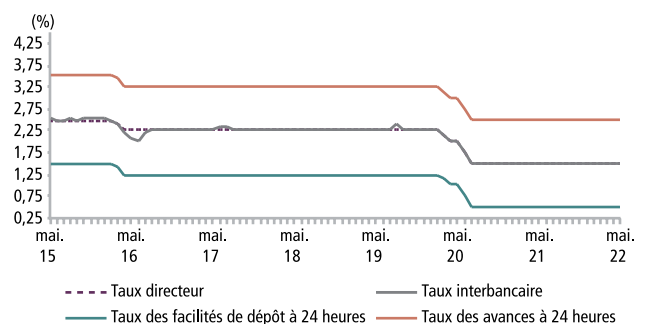
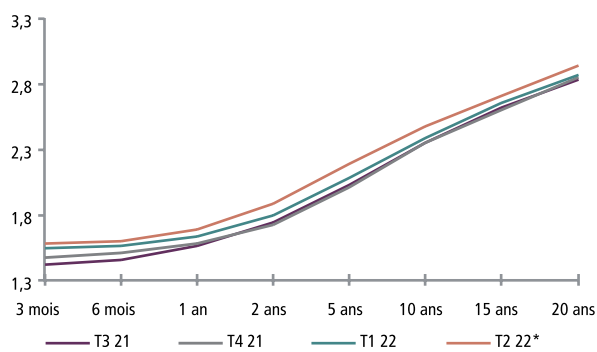


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2020	2021				2022	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	Mai
52 semaines	1,79	1,43	1,42	1,41	1,40	1,49	1,64
2 ans	2,01	1,70	1,69	1,77	1,72	1,83	1,93
5 ans	2,20	1,96	1,96	2,04	2,01	2,08	2,32
10 ans	2,62	2,34	2,32	2,36	2,34	2,43	-
15 ans	2,80	2,64	2,63	2,64	2,64	2,70	-

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

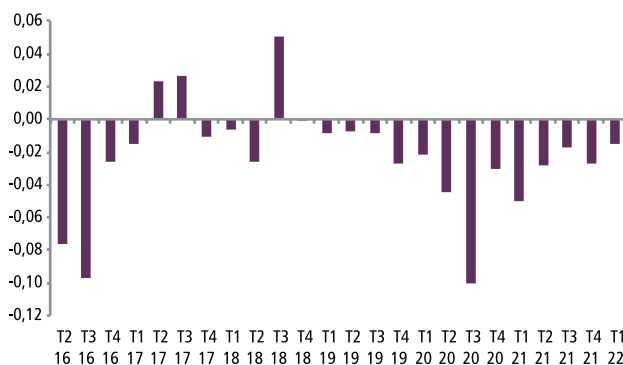


* Moyenne observée en avril et mai.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont enregistré une hausse au cours du premier trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont accusé un repli trimestriel de 6 points de base à 2,10% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et ont progressé de 6 points à 2,48% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques a connu une légère diminution comparativement au trimestre précédent.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril indiquent une baisse mensuelle des taux créditeurs de 12 points de base à 2,04% pour ceux à 6 mois et une progression de 15 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 premier trimestre 2022 font ressortir un recul trimestriel de 16 points de base du taux moyen global à 4,28%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont diminué de 26 points, avec des replis de 36 points pour les prêts aux grandes entreprises et de 3 points pour ceux aux TPME. A l'inverse, les taux appliqués aux particuliers ont augmenté de 7 points, avec notamment un accroissement de 3 points pour les prêts à la consommation et un fléchissement de 3 points pour les crédits à l'habitat.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs

	2020			2021				2022
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
6 mois	2,64	2,50	2,36	2,42	2,23	2,34	2,16	2,10
12 mois	3,02	2,71	2,68	2,77	2,63	2,57	2,42	2,48

Tableau 3.3 : Evolution des taux débiteurs

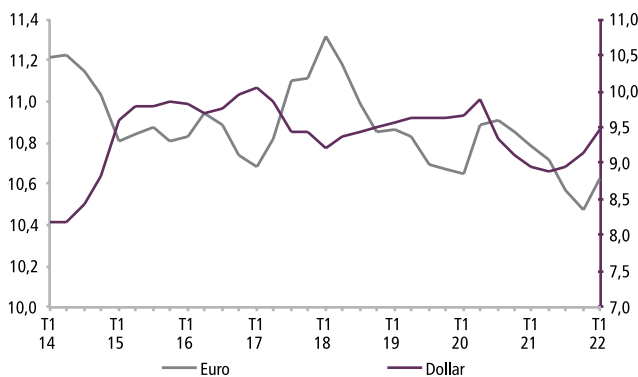
	2020		2021		2022	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Taux global	4,42	4,45	4,32	4,35	4,44	4,28
Particuliers	4,98	5,19	5,19	5,20	5,16	5,23
Crédits immobiliers	4,33	4,33	4,26	4,24	4,24	4,21
Crédits à la consommation	6,40	6,50	6,64	6,51	6,47	6,50
Entreprises	4,28	4,23	4,04	4,17	4,26	4,00
Crédits de trésorerie	4,04	4,04	3,96	3,95	4,06	3,83
Crédits à l'équipement	4,62	4,49	4,13	4,84	4,58	4,31
Crédits immobiliers	5,84	5,81	5,59	5,71	5,78	5,53

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

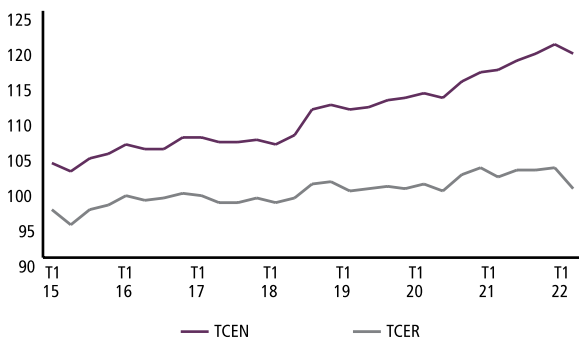
3.1.2 Taux de change

Durant le premier trimestre 2022, l'euro s'est déprécié de 1,88% par rapport au dollar américain. Au niveau du marché national, le dirham s'est déprécié de 1,47% vis-à-vis de l'euro et de 3,32% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 24,57% par rapport à la livre turque et s'est dépréciée de 4,01% face au yuan chinois. Dans ces conditions, le taux de change effectif a baissé de 0,92% en termes nominaux et de 2,90% 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.

Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a augmenté, au cours du premier trimestre 2022, de 23,4% à 32,6 milliards de dirhams pour les ventes et de 19,8% à 30,9 milliards pour les achats. De

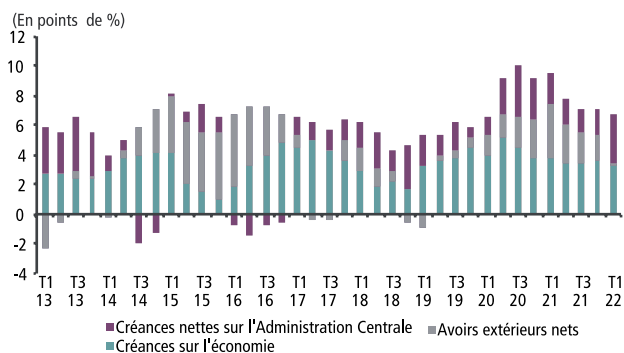
même, les achats à terme se sont accrus de 45,5% à 4,2 milliards, alors que les ventes à terme ont diminué de 15% à 12,9 milliards. Dans le cadre des opérations des adjudications en devises de Bank Al-Maghrib avec les banques, aucune séance d'adjudication n'a été tenue depuis décembre 2021. Dans ces conditions, les banques ont affiché, à fin mars, une position de change déficitaire de 3,6 milliards de dirhams, quasi-similaire à celle observée à fin décembre 2021.

3.1.3 Situation monétaire

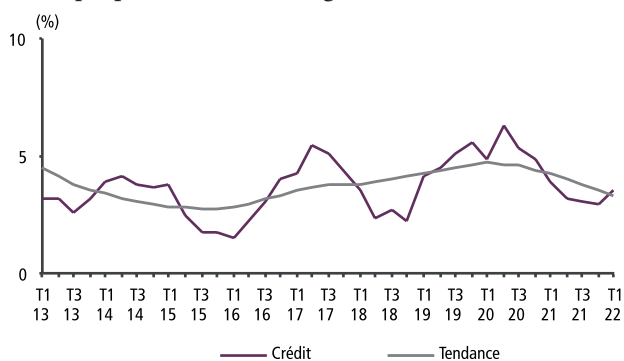
L'agrégat M3 s'est accru de 5,6% au premier trimestre 2022 après 6,5% au quatrième trimestre 2021. Cette évolution traduit un recul des dépôts à terme de 2,3%, après une hausse de 2,8%, avec notamment une accentuation de la baisse des dépôts des ménages de 6% à 9% et un ralentissement de la progression de ceux des agents financiers de 52,1% à 9,3%. Dans le même temps, les dépôts à vue ont vu leur accroissement décélérer de 7,6% à 7,4%, reflétant essentiellement un ralentissement de la croissance de 6,2% à 5,3% des dépôts des ménages et de 27,6% à 12,4 pour ceux des agents financiers. En parallèle, les dépôts en devises et les titres des OPCVM monétaires se sont accrus respectivement de 12,4% et de 12,6%, après 18,7% et 23,9% un trimestre auparavant. En revanche, la croissance de la monnaie fiduciaire s'est accélérée de 5,9% à 6,8%.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre une quasi-stabilité de la progression des avoirs officiels de réserve à 7,7% et des accélérations de 10,2% à 19,8% pour les créances nettes sur l'administration centrale et de 2,9% à 3,6% pour le crédit bancaire.

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



Graphique 3.7 : Variation en glissement annuel du crédit



En particulier, le crédit au secteur non financier s'est accru de 3,1% au lieu de 3,7% un trimestre auparavant, résultat d'une décélération de l'accroissement des prêts accordés aux ménages et d'une accentuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques.

Concernant la progression du crédit aux entreprises privées, elle s'est stabilisée à 4,4%, avec notamment une augmentation des prêts à l'équipement de 3,1%, après celle de 1,5% au quatrième trimestre 2021, et un ralentissement de la croissance des facilités de trésorerie de 9,1% à 6,9%.

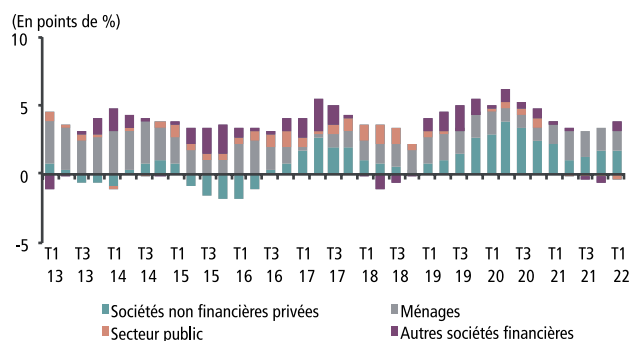
S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, ils ont connu un recul de 10% après celui de 5,5% un trimestre auparavant, recouvrant une accentuation de la baisse des prêts à l'équipement de 19% à 23,6% et une accélération de l'accroissement des facilités de trésorerie de 0,7% à 13,3%.

Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont accusé un repli de 0,2%, avec une diminution de 4,5% après celle de 9% des prêts immobiliers et une décélération de la croissance des facilités de trésorerie de 7,8% à 7,2%.

Quant aux prêts aux particuliers, leur progression est revenue de 5,2% à 4,1%, recouvrant une décélération pour les crédits à l'habitat de 4,9% à 4% et une accélération pour les prêts à la consommation de 2,5% à 2,9%.

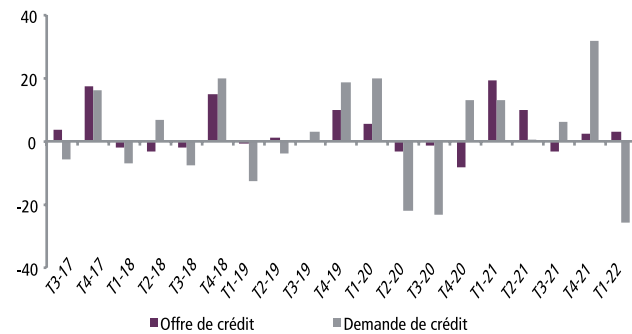
Par branche d'activité, les données relatives au premier trimestre de 2022 indiquent des accélérations de la progression de 9,8% à 20% pour les crédits accordés aux « industries alimentaires et tabac », de 10,4% à 15,6% pour ceux destinés à la branche « électricité, gaz et eau » et de 7,9% à 10,6% pour les prêts au « commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques ». En revanche, les rythmes d'accroissement des concours aux « industries textiles, de l'habillement et du cuir » et au secteur des « hôtels et restaurants » ont décéléré respectivement de 12,9% à 9,4% et de 19,7% à 13,2%.

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

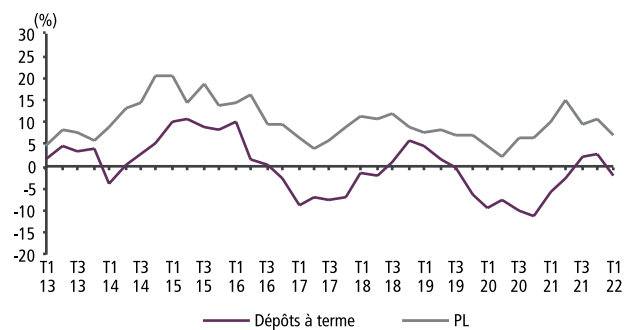


Source : BAM

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 5% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est quasiment stabilisé à 8,8%. Elles se sont accrues de 6,7% pour les entreprises non financières privées et de 3,2% pour les ménages avec des ratios aux encours de 11,9% et 10% respectivement.

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

Source : BAM

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

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

Les dernières données disponibles se rapportant au mois d'avril indiquent une croissance du crédit bancaire de 3,2% en comparaison annuelle, traduisant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux autres sociétés financières à 3,2% et une accélération de ceux destinés au secteur non financier à 3,2%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur progression annuelle est revenue de 10,9% au quatrième trimestre 2021 à 7,2% au premier trimestre 2022. Cette évolution reflète des décélération de la croissance de 6,9% à 6% pour les bons du Trésor, de 69,5% à 38,7% pour les titres des OPCVM actions et diversifiés et de 5,1% à 1,8% pour les titres des OPCVM obligataires.

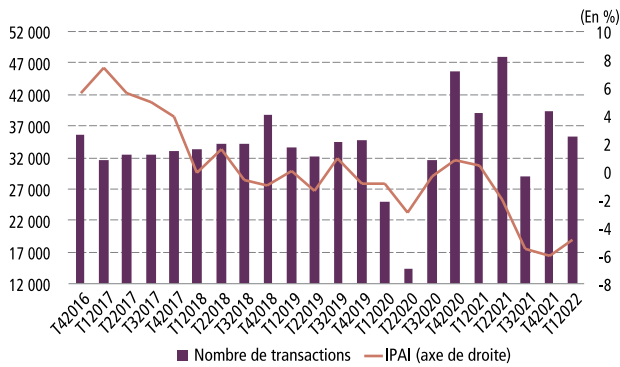
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre de 2022, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une légère baisse de 0,3%, recouvrant des diminutions respectives de 2,5% et de 0,3% pour les biens à usage professionnel et le résidentiel, et une stagnation pour les terrains. En parallèle, le nombre de transactions a reculé de 10,5% avec des régressions de 13,5% pour les biens à usage professionnel, de 11,2% pour les terrains et de 9,8% pour le résidentiel.

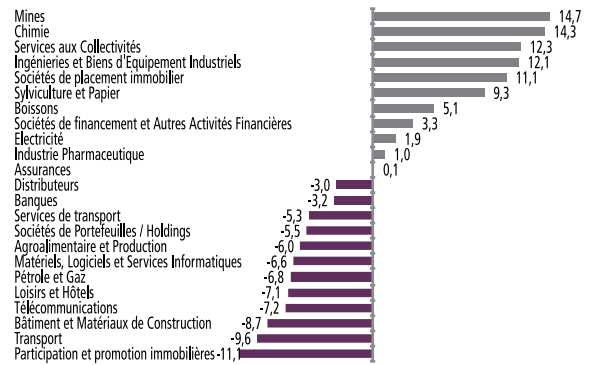
Au niveau des principales villes, à l'exception de Marrakech, Kénitra, Agadir et El Jadida où les prix se sont appréciés respectivement de 2%, de 0,7%, de 0,7% et de 0,2%, l'ensemble des principales villes, ont connu des baisses de prix avec des taux allant de 0,4% à Oujda à 1,8% à Rabat. S'agissant du nombre de transactions, hormis Agadir et Kénitra où il s'est accru de 25% et 2,6% respectivement, il a marqué des baisses allant de 1,3% à Fès à 22,6% à Rabat.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2022 (en %)



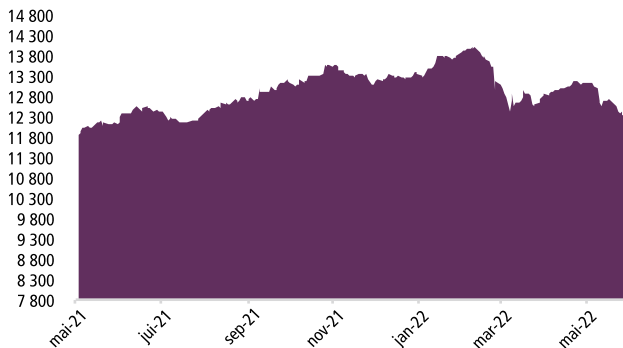
Source : Bourse de Casablanca

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au cours du premier trimestre de 2022, le MASI a enregistré une contreperformance de 4%, reflétant notamment les baisses des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 8,7%, des télécommunications de 7,2% et des banques de 3,2%. A l'inverse, ceux des mines et des sociétés de placement immobilier ont augmenté de 14,7% et 11,1% respectivement.

Graphique 3.12 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est chiffré à 10,6 milliards de dirhams contre 26,9 milliards un trimestre auparavant. Par compartiment, le chiffre d'affaires s'est établi à 9,5 milliards après 13,5 milliards sur le marché central actions et à 686,8 millions contre 12,6 milliards sur le marché de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une baisse trimestrielle de 3,3% à 667,8 milliards de dirhams.

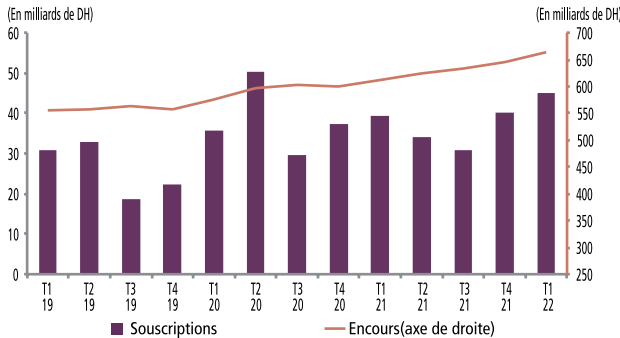
Les dernières données disponibles indiquent un repli du MASI de 6,1% en mai, enregistrant ainsi une contreperformance annuelle de 7,6%. L'évolution mensuelle de l'indice de référence s'explique notamment par les baisses des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 8,6%, des télécommunications de 7% et des banques de 6,4%. A l'inverse ceux des mines et des « loisirs et hôtels » ont augmenté de 2,5% chacun. Dans ces conditions, le chiffre d'affaires s'est établi à 2,9 milliards en mai et la capitalisation boursière s'est située à 645 milliards, en baisse de 6,6% depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont élevées à 44,8 milliards de dirhams au premier trimestre 2022, en hausse trimestrielle de 11,4%. Elles ont porté à hauteur de 70% sur des maturités moyennes et de 27% sur celles longues. En mai 2022, les émissions

du Trésor ont atteint 9,9 milliards de dirhams, contre 3 milliards en avril 2022 et ont porté sur des maturités courtes pour 75% et sur celles moyennes pour le reste.

Graphique 3.14 : Evolution des bons du Trésor



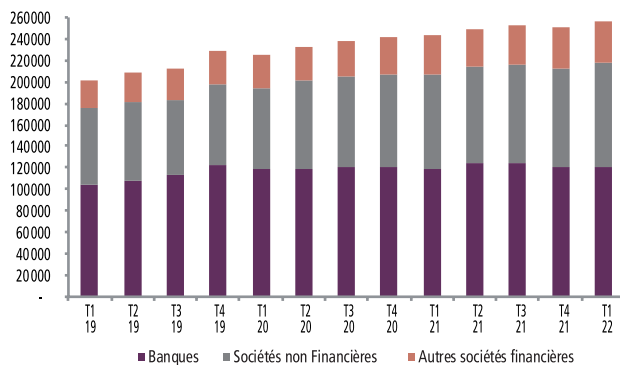
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont progressé de 30,2% à 16,4 milliards de dirhams au premier trimestre 2022. Les banques ont levé un montant de 7,3 milliards, montant quasi similaire à celui du trimestre précédent, et les sociétés non financières 7,3 milliards après 1,8 milliard.

En avril 2022, les émissions de dette privée sont revenues à 5 milliards et compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privé s'est chiffré à 257,5 milliards, en accroissement de 2,8% depuis le début de l'année.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le premier trimestre de l'année, les souscriptions aux titres des OPCVM ont diminué de 10,5% à 270 milliards et les rachats de 13,3% à 262,4 milliards, soit une collecte nette de 7,6 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la baisse pour les fonds actions et diversifiés avec des taux respectifs de 5,4% et de 2%, et sont restées quasi-stables pour les autres catégories.

Les données du mois de mai² indiquent une légère baisse, depuis le début de l'année, de l'actif net des OPCVM de 0,2% à 591,6 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre des diminutions de 7,9% pour les fonds obligataires à moyen et long termes et de 5,6% pour ceux actions, ainsi que des hausses de 32,8% pour les fonds contractuels, de 27% pour les fonds obligataires à court terme, de 7,1% pour les monétaires et de 0,5% pour OPCVM diversifiés.

² Données arrêtées au 20 mai.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de 2022 s'est soldée par un déficit de 14 milliards de dirhams, en allègement de 11 milliards comparativement à la même période en 2021. Cette évolution résulte principalement d'une amélioration de 25,5% des recettes ordinaires, reflétant des accroissements de 19,8% des rentrées fiscales et de 126,6% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 16,5%, traduisant essentiellement des hausses de 117,9% de la charge de compensation et de 9,3% des dépenses de biens et services. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti déficitaire à 2,1 milliards, au lieu de -9,9 milliards à fin mai 2021. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 16,7% à 32,8 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 166,6 milliards, en augmentation de 16,6%. De son côté, le solde des comptes spéciaux du Trésor s'est élevé à 20,9 milliards, en amélioration de 7,9 milliards.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 9,7 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 23,7 milliards, contre 45,5 milliards un an auparavant. Ce besoin et le flux net extérieur négatif de 921 millions ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 24,6 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 1,5% par rapport à son niveau à fin décembre 2021. Pour ce qui est des conditions de financement du Trésor, les taux moyens pondérés ont été en hausse à fin mai 2022 comparativement à la même période en 2021.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des cinq premiers mois de l'année 2022, les recettes ordinaires ont enregistré un bond de 25,5% à 131,7 milliards, reflétant des progressions de 19,8% à 117,5 milliards des rentrées fiscales et de 126,6% à 12,5 milliards de celles non fiscales. L'amélioration du produit fiscal a concerné les principales rubriques à l'exception de la TVA à l'intérieur et de la TIC sur les tabacs et les produits énergétiques.

Les impôts directs ont ainsi drainé 47,4 milliards de dirhams, en hausse de 32%, liée essentiellement à l'amélioration de 67% à 24,4 milliards des rentrées de l'IS, émanant notamment des sociétés des secteurs phosphatier, financier et cimentier. Ce rebond résulte des accroissements de 3,6 milliards du premier acompte et de 6,9 milliards du complément de régularisation. De leur côté, les recettes de l'IR ont progressé de 6,7% à 22,1 milliards, tirées notamment par celles issues de l'IR sur les salaires, des opérations de contrôle fiscal, de l'IR sur les professionnels et sur les profits de cession de valeurs mobilières.

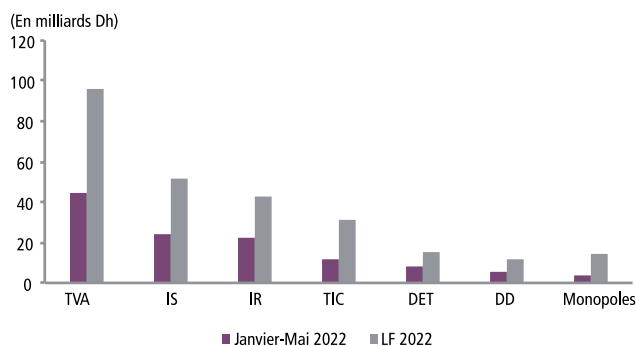
Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont connu une hausse de 11,6% à 56,2 milliards, reflétant principalement des accroissements de 14,5% à 44,4 milliards des rentrées de la TVA et de 1,8% à 11,8 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière est attribuable principalement à l'augmentation de 36,8% à 882 millions de la TIC sur les produits autres que les tabacs et les produits énergétiques, lesquelles ont drainé des recettes respectives de 4,5 milliards et de 6,4 milliards, en baisse de 0,1% et de 0,4% d'une année à l'autre. L'amélioration de la TVA est le résultat de la progression de 30,1% à 31,4 milliards des recettes de celle à l'importation alors que celle à l'intérieur est ressortie en repli de 11,3% à 12,9 milliards, sous l'effet essentiellement de la hausse des remboursements des crédits TVA à 5,9 milliards au lieu de 4,3 milliards à fin mai 2021.

**Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)***

	Janv. mai 2021	Janv. mai 2022	Var en %	LF 2022	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	104,9	131,7	25,5	286,8	45,9
Recettes fiscales	98,1	117,5	19,8	251,8	46,7
- Impôts directs	35,9	47,4	32,0	97,7	48,5
Dont I.S	14,6	24,4	67,0	51,4	47,5
I.R	20,7	22,1	6,7	43,0	51,3
- Impôts indirects	50,3	56,2	11,6	127,1	44,2
TVA*	38,7	44,4	14,5	96,4	46,0
TIC	11,6	11,8	1,8	30,8	38,3
- Droits de douane	4,6	5,5	19,7	12,0	45,7
- Enregistrement et timbre	7,2	8,5	16,7	14,9	56,7
Recettes non fiscales	5,5	12,5	126,6	30,9	40,5
- Monopoles et participations	1,9	3,7	94,2	14,0	26,7
- Autres recettes	3,6	8,8	143,9	17,0	51,9
Recettes des CST	1,3	1,6	26,2	4,1	39,7

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

Pour leur part, les rentrées des droits de douane se sont accrues de 19,7% à 5,5 milliards, tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 16,7% à 8,5 milliards en liaison avec l'augmentation des droits d'enregistrement et de la Taxe spéciale annuelle sur les véhicules.

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


Sources : Données 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 se sont établies à 12,5 milliards, en hausse de 7 milliards comparativement à fin mai 2021. Cette amélioration s'explique principalement par celle des « autres

recettes » qui se sont situées à 8,8 milliards, dont 5,2 milliards au titre « des financements innovants », 2,7 milliards des produits des Ministères et 380 millions provenant des dons CCG. Pour ce qui est des recettes de monopoles et participations, elles se sont établies à 3,7 milliards, au lieu de 1,9 milliard un an auparavant, versées par l'OCP à hauteur de 2 milliards, de l'ANCFC pour 1,2 milliard et de Bank Al-Maghrib pour 356 millions.

4.2 Dépenses

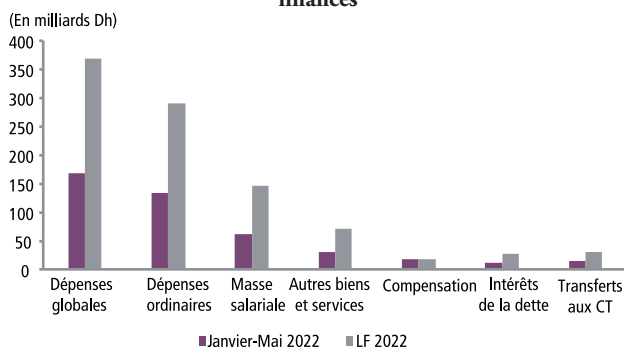
Les dépenses globales se sont alourdies de 16,6% à 166,6 milliards de dirhams, reflétant des accroissements de 16,5% à 133,8 milliards de celles ordinaires et de 16,7% à 32,8 milliards de celles d'investissement. Les charges de biens et services se sont établies à 93,2 milliards, en augmentation de 9,3% par rapport à fin mai 2021, résultat des hausses de 5,7% à 62,1 milliards de la masse salariale et de 17,3% à 31,1 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. L'évolution de cette dernière rubrique incorpore des hausses de 20% à 16,2 milliards des transferts aux établissements et entreprises publics et de 62,5% à 2,6 milliards des versements aux Comptes Spéciaux du Trésor. Concernant les dépenses de personnel, leur évolution traduit en particulier des augmentations de 1,4% de la composante structurelle et de 75% des rappels à 3,9 milliards pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

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

	Janv. mai 2021	Janv. mai 2022	Var en %	LF 2022	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	142,9	166,6	16,6	369,0	45,1
Dépenses ordinaires	114,8	133,8	16,5	291,0	46,0
Biens et services	85,3	93,2	9,3	217,0	43,0
Personnel	58,8	62,1	5,7	147,5	42,1
Autres biens et services	26,5	31,1	17,3	69,4	44,8
Intérêts de la dette	10,3	10,7	3,6	28,1	37,9
Compensation	7,6	16,6	117,9	17,0	97,7
Transferts aux CT	11,6	13,3	14,5	28,9	46,0
Investissement	28,1	32,8	16,7	78,0	42,0

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

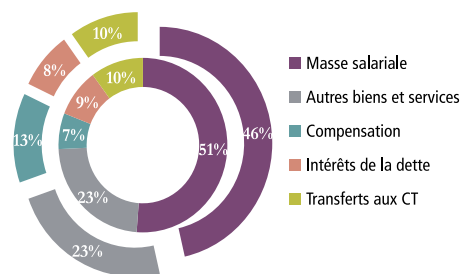
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette ressortent en hausse de 3,6% à 10,7 milliards, avec un accroissement de 6,5% à 9,5 milliards de ceux sur la dette intérieure et une diminution de 15,6% à 1,1 milliard de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



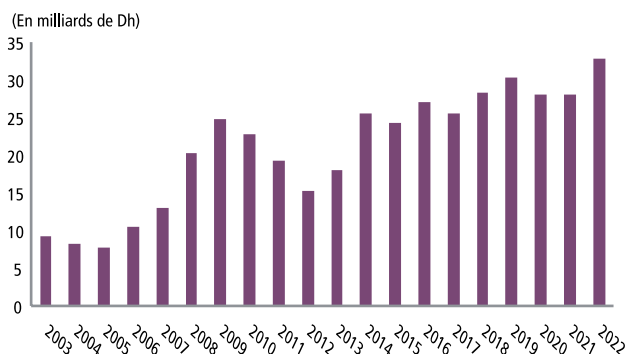
Anneau intérieur : Janvier - Mai 2021
Anneau extérieur : Janvier - Mai 2022

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

S'agissant de la charge de compensation, elle s'est alourdie de 117,9% à 16,6 milliards de dirhams, soit un taux d'exécution de 97,7%, sous l'effet notamment d'une appréciation de 69% à 879 dollars la tonne du cours moyen du gaz butane, contre un cours hypothétique de 450 dollars dans la LF. De cette charge, 9,8 milliards ont été alloués à la subvention du gaz butane, 3,3 milliards au blé importé et 1,1 milliard aux subventions accordées aux professionnels du secteur du transport pour faire face à la flambée des cours des produits énergétiques.

Les dépenses d'investissement se sont élevées à 32,8 milliards, en accroissement de 16,7% comparativement à fin mai 2021, tenant compte notamment d'un versement de 14,3 milliards aux Comptes Spéciaux du Trésor, contre 12 milliards à fin mai 2021. Le taux d'exécution de ces dépenses est ressorti à 42%, un taux en ligne avec les prévisions de la loi de finances.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin mai

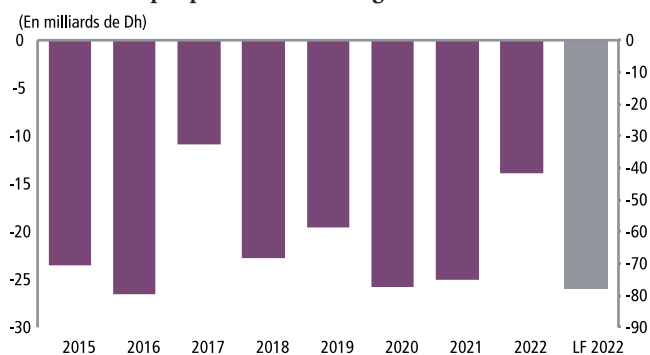


Source : Données MEF (DTFE).

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 allègement du déficit à 14 milliards de dirhams, contre 25 milliards à fin mai 2021. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 9,7 milliards, ramenant ainsi le déficit de caisse de 45,5 milliards à 23,7 milliards à fin mai 2022.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin mai



Source : Données MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor et le flux net extérieur négatif de 921 millions de dirhams ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 24,6 milliards. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 3,5 milliards, dont 1,8 milliard provenant de la Banque Africaine de Développement et 1,1 milliard de la Banque Mondiale.

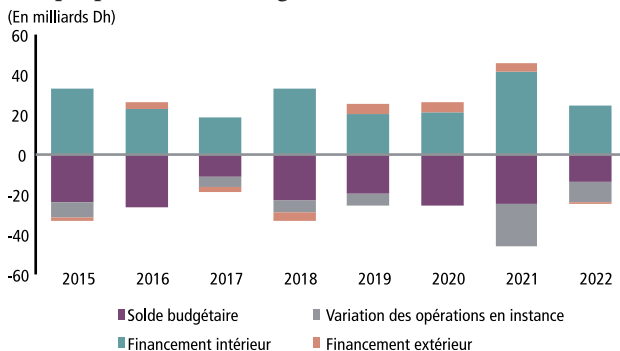
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Janv.-mai 2021	Janv.-mai 2022	LF 2022
Solde ordinaire	-9,9	-2,1	-4,2
Solde des CST	13,0	20,9	4,5
Solde primaire	-14,7	-3,3	-49,6
Solde budgétaire	-25,0	-14,0	-77,6
Variation des opérations en instance	-20,6	-9,7	
Besoin de financement	-45,5	-23,7	-77,6
Financement intérieur	41,8	24,6	52,0
Financement extérieur	3,7	-0,9	20,7
Produit de cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	5,0

Source : Données MEF (DTFE).

Pour ce qui est du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 12,7 milliards contre 21,7 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté sur les bons à 2 ans pour un montant de 10,4 milliards, les bons à 5 ans à hauteur de 4,3 milliards, ceux à 13 semaines pour 1,5 milliard et les bons à 30 ans pour 622 millions. En parallèle, les remboursements ont concerné notamment les bons à 52 semaines pour un montant net de 3,9 milliards, ceux à 15 ans pour 357 millions et ceux à 10 ans pour 228 millions.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin mai *



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

Source : Données MEF (DTFE).

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les dernières données relatives au mois de mai indiquent des hausses des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2021. Ils ont ainsi augmenté de 21 points de base (pdb) à 2,16% pour les maturités à 5 ans, de 16 pdb à 1,85% pour celles à 2 ans, et de 13 pdb à 1,57% pour les bons à 26 semaines.

Tableau 4.4 : Endettement du Trésor (en milliards de dirhams)

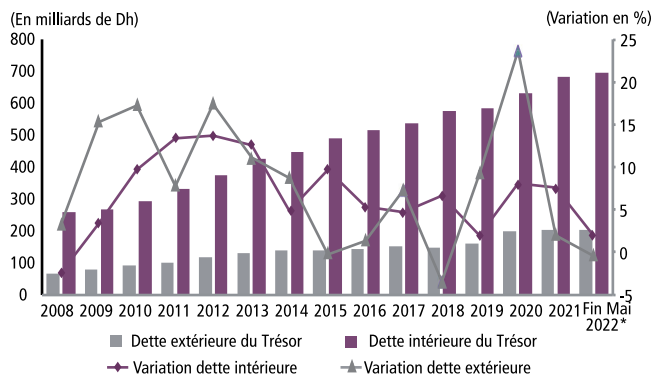
	2017	2018	2019	2020	2021	Fin mai 2022*
Dette extérieure du Trésor	153,2	148,0	161,6	199,7	203,8	202,9
Var en %	7,3	-3,4	9,2	23,6	2,0	-0,5
Dette intérieure du Trésor	539,1	574,6	585,7	632,9	681,5	695,7
Var en %	4,8	6,6	1,9	8,1	7,7	2,1
Encours de la dette directe	692,3	722,6	747,3	832,6	885,3	898,5
Var en %	5,3	4,4	3,4	11,4	6,3	1,5

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

Source : Données MEF (DTFE).

Pour ce qui est de la dette publique directe, elle se serait accrue de 1,5% à fin mai 2021 comparativement à son niveau à fin décembre 2021, avec une progression de 2,1% de sa composante intérieure et un recul de 0,5% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : Données MEF (DTFE), * estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Après une contraction de 7,2% en 2020, l'économie nationale a enregistré un rebond de 7,9% en 2021. Outre l'effet de base, cette progression a été favorisée par l'avancée réalisée dans la campagne de vaccination, le maintien des stimulus monétaire et budgétaire, ainsi que par les bonnes conditions climatiques qui ont caractérisé la campagne agricole 2020/2021.

Au premier semestre 2022, et sous l'effet de conditions climatiques défavorables ayant marqué l'actuelle campagne agricole, la valeur ajoutée agricole aurait diminué de 15% en moyenne. Pour les activités non agricoles, leur rythme aurait connu un ralentissement à 3,9% dans un environnement extérieur difficile en lien notamment avec le conflit en Ukraine et ses répercussions sur les chaînes de production et d'approvisionnement mondiales et les cours des matières premières. Dans ces conditions, la croissance de l'économie nationale aurait affiché une nette décélération à 1% en moyenne.

Sur le marché du travail, la situation a été marquée au premier trimestre 2022 par une perte de 58 mille emplois, après celle de 202 mille un an auparavant, avec une baisse de 183 mille postes dans l'agriculture et une création de 127 mille postes dans les activités non agricoles dont les deux tiers dans les services. Tenant compte d'une sortie nette de 126 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé d'un point à 44,5% et le taux de chômage est revenu de 12,5% à 12,1% globalement, de 17,1% à 16,3% dans les villes et de 5,3% à 5,1% dans les campagnes.

5.1 Demande intérieure

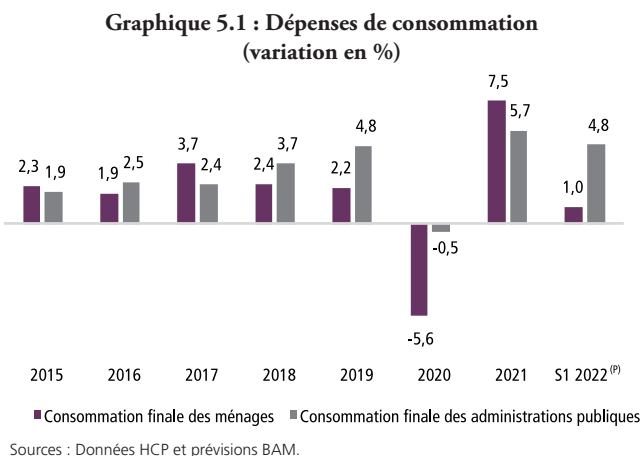
5.1.1 Consommation

En 2021, la consommation finale des ménages s'est accrue de 8,2% après un repli de 5,6% en 2020. Sa contribution à la croissance s'est ainsi établie à 4,8 points de pourcentage au lieu d'une participation négative de 3,3 points.

Au premier semestre de 2022, son rythme aurait ralenti à 1% comme le laisse indiquer l'évolution de plusieurs indicateurs infra annuels. En effet, l'indice de confiance auprès des ménages a reculé au premier trimestre à 53,7 points, soit le niveau le plus bas depuis le lancement de l'enquête en 2008, la progression des transferts des MRE a décéléré de 46,5% à 5,3% à fin avril et les revenus agricoles auraient été également en baisse. En revanche, les crédits à la consommation se sont améliorés de 2,3% contre un recul de 1,3%.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, les réalisations au titre de l'année 2021 font ressortir un accroissement de 5,6% après une baisse de 0,5% en 2020 et sa contribution à la croissance est ainsi passée de -0,1 point à 1,1 point de pourcentage.

Au premier semestre de 2022, le rythme de la consommation finale des administrations publiques se serait accru de 4,8% en liaison notamment avec la hausse des dépenses de fonctionnement de 6,5% à fin avril.



5.1.2 Investissement

Pour sa part, l'investissement a marqué en 2021 un rebond de 13,3% après un repli de 11,9% un an

auparavant, portant sa participation à la croissance à +3,8 points de pourcentage après une contribution négative de 3,6 points.

Les indicateurs disponibles indiquent qu'il aurait progressé de 4,9% au premier semestre 2022, reflétant notamment les améliorations, à fin avril, de 14,4% des importations des biens d'équipement et de 8,6% de l'investissement du Trésor. De même, les crédits à l'habitat se sont accrus de 3,2% à fin avril. En revanche, ceux à l'équipement ont baissé de 2,9%. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrif dans l'industrie au titre du premier trimestre font ressortir que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 57% des entreprises sondées et de « défavorable » par 36% d'entre elles.

5.2 Demande extérieure

En 2021, les exportations de biens et services en volume ont augmenté de 8,7% et les importations de 11,8% au lieu des reculs respectifs de 15% et de 11,9%. Dans ces conditions, la contribution des exportations nettes à la croissance est ressortie de nouveau négative de -1,8 point de pourcentage après -0,1 point.

En termes de perspectives, les exportations se seraient accrues de 5,8% au premier semestre de 2022, résultat d'une accélération du rythme d'évolution des exportations des phosphates et dérivés et d'un ralentissement de celui des expéditions automobiles. En regard, les importations auraient affiché un accroissement de 8,9%, attribuable au bond des importations des produits énergétiques.

Encadré 5.1 : Comptes nationaux : changement de l'année de base de 2007 à 2014

Le HCP a publié les premières données des comptes nationaux compilés avec 2014 comme nouvelle année de base au lieu de 2007. Ce changement de base a engendré des révisions des agrégats de la comptabilité nationale et de leurs accroissements. Le PIB en valeur a en effet augmenté de 81,4 milliards de dirhams en moyenne entre 2014 et 2019.

L'adoption de la nouvelle année de base a impacté aussi bien les éléments de la demande que ceux de l'offre. Ainsi, en moyenne sur la période 2014-2020, le poids dans le PIB a baissé de 12,1% à 10,9% pour le secteur primaire et de 26% à 25,6% pour le secondaire, alors qu'il est passé de 50,5% à 53,3% pour le tertiaire.

La croissance en volume a été revue, en moyenne entre 2015 et 2020, à la baisse de 0,1 point de pourcentage, avec des changements assez importants en 2016, 2017 et 2020.

Pour la valeur ajoutée agricole, ces réévaluations font ressortir une croissance moyenne de 1,4% entre 2015 et 2020 (base 2014) contre 0,5% (base 2007). Quant au PIB non agricole, il a été ajusté à la baisse de 0,2 point de pourcentage à 1,5% (base 2014).

Du côté de la demande, les taux de progression de ses composantes ont enregistré des révisions différenciées en moyenne sur la même période. La croissance a été revue à la baisse de 0,7 point de pourcentage pour les dépenses de consommation finale des ménages et de 0,1 point pour les administrations publiques, alors qu'elle a été ajustée à la hausse de 2,1 points pour la formation brute de capital fixe.

Tableau E.5.1.1 : Produit intérieur brut, en valeur (en milliards de dirhams)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
PIB base 2007	925,4	988	1013,2	1063	1108,5	1152,8	1089,5	Ecart moyen
PIB base 2014	1001,5	1078,1	1094,2	1148,9	1195,2	1239,8	1152,4	
Ecart	76,1	90,2	81	85,8	86,8	87	62,9	

Source : HCP.

Tableau E.5.1.2 : Croissance économique (en %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB base 2014	4,3	0,5	5,1	3,1	2,9	-7,2
PIB base 2007	4,5	1,1	4,2	3,1	2,6	-6,3
Ecart en point de %	-0,2	-0,6	0,9	0,0	0,3	-0,9

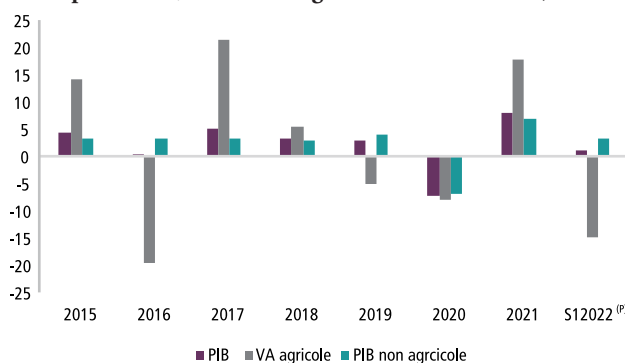
Source : HCP.

5.3 Offre globale

En 2021, le PIB a marqué un rebond de 7,9%, résultat des progressions de 17,8% de la valeur ajoutée agricole, à la faveur d'une bonne campagne agricole, et de 6,6% de celle des activités non agricoles.

Au premier semestre 2022, le rythme de l'activité économique aurait décéléré en moyenne à 1%. La valeur ajoutée agricole se serait contractée de 15%, sous l'effet d'une mauvaise campagne agricole avec notamment une récolte céréalière estimée, par le Département de l'Agriculture, à 32 millions de quintaux. Pour les activités non agricoles, elles auraient poursuivi leur hausse à un rythme toutefois moindre de 3,9%.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant du secteur secondaire, le rythme d'accroissement de sa valeur ajoutée aurait nettement ralenti à 1,3% en moyenne. Cette évolution traduirait notamment une forte décélération à 3% dans les industries de transformation et à 3,9% dans la branche « électricité et eau ». De surcroît, l'activité aurait diminué de 9% dans l'industrie d'extraction et de 0,4% dans la construction.

Au niveau du tertiaire, la valeur ajoutée aurait connu une relative accélération de sa croissance à 5,7% en moyenne. Cette performance refléterait notamment le redressement, bien que partiel, enregistré dans les branches « activités d'hébergement et de restauration »,

« commerce de gros et de détail » et « transport et entreposage ».

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le premier trimestre 2021 et la même période 2022, la situation sur le marché de travail a été marquée par un repli de 1% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12,2 millions de personnes, avec une régression de 3,4% dans les campagnes et une progression de 0,5% dans les villes.

Compte tenu d'une augmentation de 1,4% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a diminué de 45,5% à 44,5% globalement, de 51,1% à 49,3% dans les zones rurales et de 42,6% à 41,9% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 58 mille emplois, après celle 202 mille un an auparavant, et la population active occupée s'est ainsi contractée de 0,5% à près de 10,7 millions de personnes. La baisse de l'emploi a concerné exclusivement l'agriculture avec 183 mille postes perdus. Dans les autres secteurs, la hausse a été de 85 mille postes dans les services, de 29 mille dans le BTP et de 13 mille dans l'industrie y compris l'artisanat.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a reculé de 4,4% à près de 1,5 million de personnes, et le taux de chômage est revenu de 12,5% à 12,1% au niveau national, de 17,1% à 16,3% dans les villes et de 5,3% à 5,1% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est aggravé de 0,9 point à 33,4% globalement et de 2,1 points à 47,7% pour les citoyens. Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est resté stable à

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.

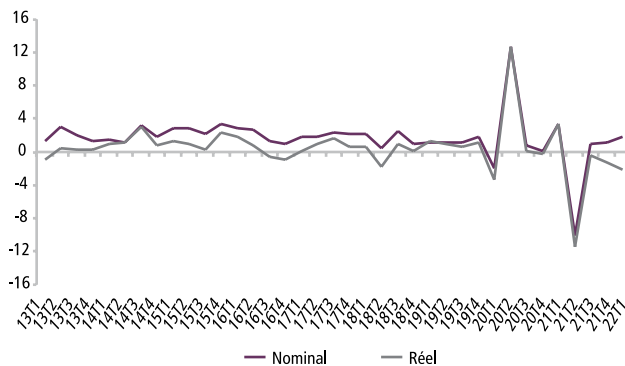
9,2%, recouvrant une diminution de 8,9% à 8,3% en milieu urbain et une augmentation de 9,6% à 10,6% dans les zones rurales.

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, se serait améliorée, au premier trimestre 2022, de 2,4% après un repli de 1,9% la même période de l'année précédente. Cette évolution refléterait des hausses de 1,7% des effectifs employés et de 4,1% de la valeur ajoutée.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a progressé au premier trimestre 2022, en termes nominaux, de 1,8% après 3,5% la même période de l'année précédente et a accusé, en termes réels, une baisse de 2,1% contre un accroissement de 3,3%.

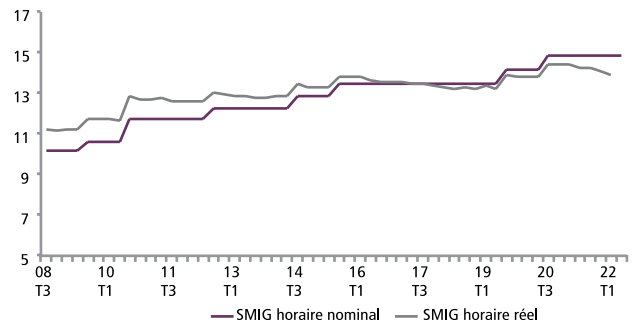
Graphique 5.3 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il est resté inchangé au premier trimestre 2022 à 14,81 dirhams en termes nominaux. Tenant compte d'une hausse de 4% de l'indice des prix à la consommation, il aura ainsi accusé un recul de 3,8% en termes réels.

Graphique 5.4 : 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 devrait rester négatif au cours du premier semestre 2022.

Graphique 5.5 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T1 2021	T1 2022
Taux d'activité (en %)	45,5	44,5
Urbain	42,6	41,9
Rural	51,1	49,3
Taux de chômage (en %)	12,5	12,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	32,5	33,4
Urbain	17,1	16,3
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	45,6	47,7
Rural	5,3	5,1
Créations d'emplois (en milliers)	-202	-58
Urbain	56	90
Rural	-258	-148
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-231	-183
- Industrie y compris l'artisanat	-48	13
- BTP	39	29
- Services	42	85
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	-1,9	2,4
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	3,5	1,8
Réel	3,3	-2,1

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Exacerbés par le conflit entre la Russie et l'Ukraine et la nouvelle vague de contamination à la Covid-19 en Chine, les goulets d'étranglement des chaînes de production et d'approvisionnement mondiales et la flambée des cours des matières premières continuent de peser lourdement sur l'inflation mondiale. Ainsi, sous l'effet de ces pressions externes, et en ligne avec les projections du RPM de mars dernier, l'indice des prix à la consommation (IPC) a enregistré une hausse moyenne de 4% au cours du premier trimestre 2022. Ce rythme s'est nettement accentué en avril, l'inflation ayant atteint 5,9%, son niveau le plus élevé depuis octobre 1995. L'essentiel de cette accélération est attribuable à celle de sa composante sous-jacente qui a atteint 5,5% au lieu de 4,4% au premier trimestre 2022, au rythme plus rapide d'accroissement des prix des carburants et lubrifiants et, dans une moindre mesure, à l'envolée des prix des produits alimentaires à prix volatils. En revanche, les tarifs réglementés ont reculé en lien avec le repli des tarifs du transport routier de passagers.

Au deuxième trimestre 2022, l'inflation devrait poursuivre sa montée pour s'établir à 5,7%. Entourée de fortes incertitudes liées notamment à l'évolution du conflit Russo-Ukrainien, cette tendance serait portée par l'accélération prévue de l'inflation sous-jacente à 5,6% qui traduirait le renchérissement attendu des cours des produits alimentaires et la poursuite de l'envolée de l'inflation chez nos principaux partenaires commerciaux. Elle serait soutenue également par une contribution plus importante des prix des carburants et lubrifiants en lien avec l'orientation à la hausse des cours des produits pétroliers.

6.1 Evolution de l'inflation

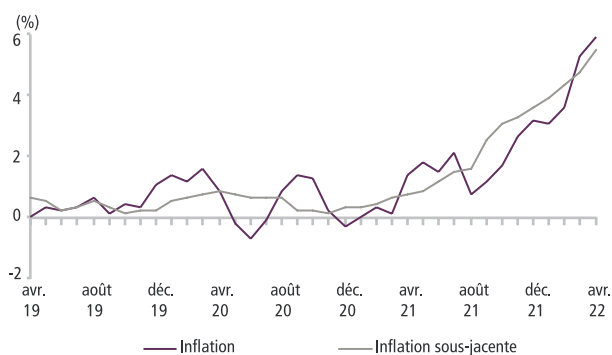
L'inflation s'est sensiblement accélérée en avril, atteignant 5,9%, soit le niveau le plus élevé depuis octobre 1995, et ce après une moyenne de 4% au cours du premier trimestre de l'année. Outre la contribution plus importante du renchérissement des carburants et lubrifiants, cette évolution des prix à la consommation a été accentuée par la nette hausse de l'inflation sous-jacente qui est passée de 4,4% à 5,5%, portée exclusivement par la flambée des prix de sa composante échangeable, en particulier alimentaire. Elle a été exacerbée également par l'envolée des prix des produits alimentaires à prix volatils suite à des chocs d'offre mais aussi de demande au cours de la période entourant le mois de Ramadan. En revanche, les tarifs réglementés ont reculé de 0,2% reflétant principalement les baisses antérieures de ceux du transport routier de passagers.

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

Pâtissant des pressions émanant d'une demande accrue au cours du mois de Ramadan, du repli de la production de certains fruits et légumes en raison entre autres du déficit pluviométrique et des baisses des températures

nocturnes¹ ainsi que de l'accroissement des coûts de production², les prix des produits alimentaires à prix volatils ont enregistré une augmentation mensuelle de 6% en avril, tirée par le renchérissement de 22,8% des « fruits frais », de 10,3% des « poissons frais » et de 3,5% des « légumes frais ». En glissement annuel, ces prix ressortent en hausse de 9,6% au lieu de 5,7% en moyenne au cours du trimestre précédent. Par conséquent, ils continuent de contribuer positivement à l'inflation, à hauteur de 1,2 point de pourcentage en avril contre 0,7 point en moyenne au cours des trois premiers mois de l'année.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

1 Elle se traduit par un ralentissement de la production sous serres en particulier.
2 En lien notamment avec le renchérissement des engrais.

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

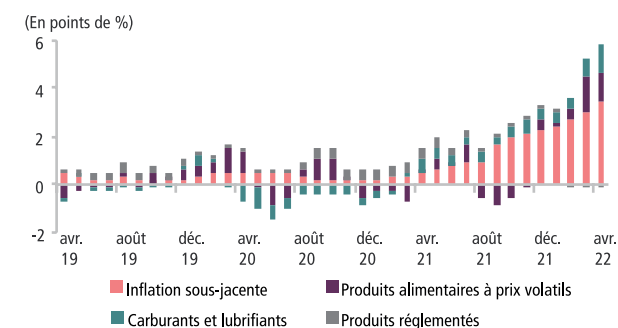
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	févr. 22	mars 22	avr. 22	févr. 22	mars 22	avr. 22
Inflation	0,6	1,8	1,8	3,6	5,3	5,9
- Produits alimentaires à prix volatils	0,6	10,1	6,0	2,9	12,8	9,6
- Produits réglementés	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
- Carburants et lubrifiants	5,7	8,0	13,2	22,0	28,6	46,9
Inflation sous-jacente	0,6	0,6	0,9	4,4	4,8	5,5
- Produits alimentaires	1,4	1,2	1,8	7,2	8,2	9,9
- Articles d'habillement et chaussures	0,0	0,5	1,6	3,2	3,7	4,7
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,2	0,0	2,5	2,3	2,3
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,4	0,4	0,3	3,1	3,3	3,4
- Santé ¹	0,1	0,2	0,6	1,9	1,8	2,1
- Transport ²	0,7	-0,1	0,3	3,3	3,0	3,2
- Communication	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
- Loisirs et cultures ¹	0,1	0,0	0,1	2,8	2,6	2,6
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3	1,3
- Restaurants et hôtels	-0,2	0,0	-0,2	1,2	1,2	1,0
- Biens et services divers ¹	0,2	0,2	0,3	4,6	4,4	4,2

1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

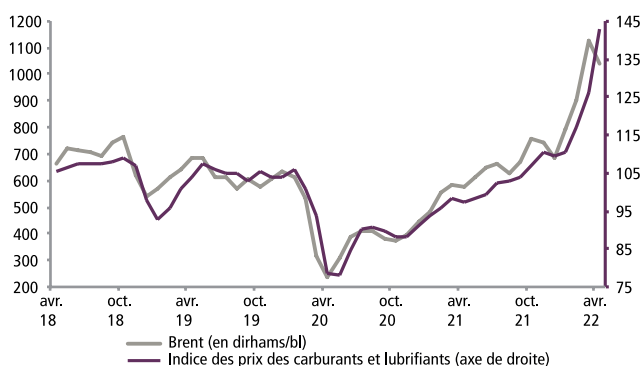
Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils sont restés invariants d'un mois à l'autre en avril, la révision à la baisse de 0,3% des prix des « produits pharmaceutiques » ayant compensé le relèvement des tarifs des « services médicaux » et de ceux de la « collecte des ordures ménagères ». Comparativement à leur niveau au même mois de 2021, les tarifs réglementés se sont repliés de 0,2% en avril sous l'effet principalement du recul cumulé de 4,2% des tarifs du « transport routier de passagers » au cours des mois de février et mars derniers. Au total, la contribution des tarifs réglementés reste insignifiante en avril au même titre qu'au premier trimestre de 2022.

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

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré un bond mensuel de 13,2% en avril, le plus important depuis leur libéralisation totale, et ce en dépit de la diminution de 8,5% des cours du Brent durant le même mois. Ce renchérissement des prix à la pompe serait lié en partie à l'envolée de la marge brute de raffinage³ au niveau international et du fret maritime et, dans une moindre mesure, à la dépréciation de 0,9% de la monnaie nationale contre le dollar américain entre mars et avril 2022. En glissement annuel, les prix des carburants et lubrifiants ressortent en rebond de près de 47% au lieu de 23% en moyenne durant le premier trimestre de l'année, contribuant ainsi à l'inflation à hauteur de 1,2 point de pourcentage en avril au lieu de 0,6 point au premier trimestre.

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

Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

³ A titre d'illustration, cette marge qui représente la différence entre la valorisation d'un panier représentatif de produits pétroliers raffinés sur le marché de Rotterdam et la cotation du Brent a progressé de 12,25\$/bl en mars à 22,47\$/bl en avril, soit une augmentation de 83,4% et de 926% par rapport à sa moyenne en 2021.

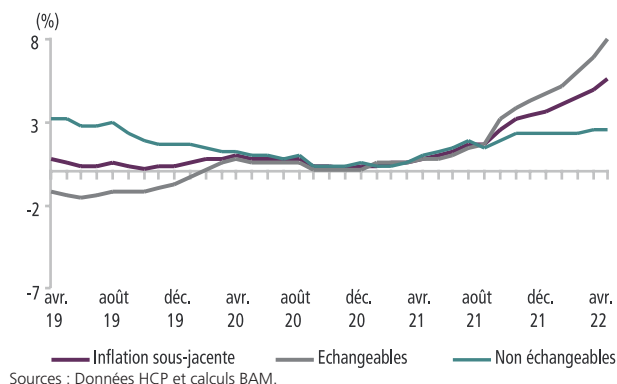
Source : Direction générale de l'énergie et du climat (France).

6.1.2 Inflation sous-jacente

Inscrite sur une trajectoire ascendante depuis fin 2020, l'inflation sous-jacente s'est sensiblement accélérée passant de 4,4% en moyenne au cours des trois premiers mois de l'année 2022 à 5,5% en avril.

Son évolution reflète essentiellement l'accentuation du rythme de progression de sa composante alimentaire de 7,2% à 9,9%, dans un contexte marqué par la poursuite du renchérissement des denrées alimentaires au niveau international. En particulier, les prix se sont accrus de 15,4% au lieu de 12,2% pour les « produits à base de céréales », de 30,9% au lieu de 19,9% pour les « céréales non transformées » et de 20,4% contre 15% pour les « huiles », contribuant ensemble pour 1,9 point de pourcentage, ou près de 69%, à l'accroissement des prix des produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente entre le premier trimestre et avril.

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



Hors produits alimentaires, les prix se sont accrus de 4,7% après 3,4% pour la rubrique « articles d'habillement et chaussures » et de 3,4% au lieu de 3% pour « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer ».

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

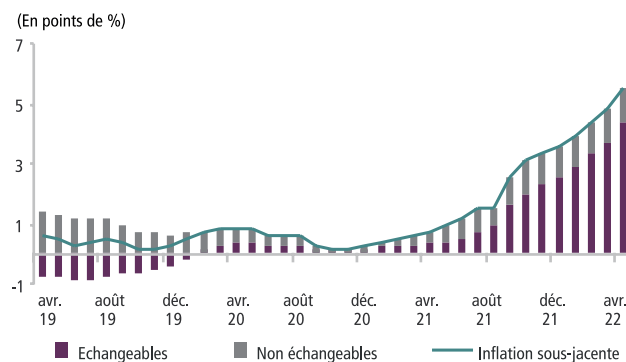
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	févr. 22	mars 22	avr. 22	févr. 22	mars 22	avr. 22
Biens échangeables	1,1	0,9	1,3	6,0	6,7	7,9
Biens non échangeables	0,1	0,2	0,3	2,4	2,4	2,5
Inflation sous-jacente	0,6	0,6	0,9	4,4	4,8	5,5

Sources : Données HCP et calculs BAM.

La décomposition en biens échangeables et non échangeables indique que l'accélération de la tendance fondamentale de l'inflation reflète exclusivement celle de 6% au premier trimestre à 7,9% des prix des biens échangeables, elle-même liée à la hausse de l'inflation importée, avec en particulier une accentuation de 6,1% à 7,5% de l'inflation dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc.

En revanche, le rythme de progression des prix des produits non échangeables est resté quasi-stable à 2,5% au lieu de 2,4%, attestant du niveau modéré des tensions inflationnistes d'origine interne.

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



6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

Dans un contexte marqué par une poursuite de la montée des pressions inflationnistes d'origine externe, l'inflation devrait nettement s'accélérer pour atteindre

5,7% au deuxième trimestre 2022 au lieu de 4% un trimestre auparavant.

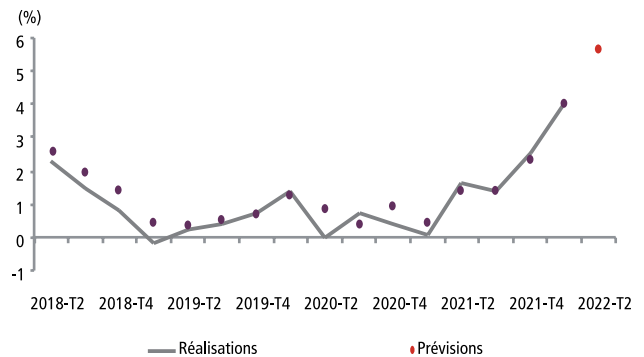
Son évolution serait attribuable en majeure partie à celle de sa composante sous-jacente qui devrait ressortir à 5,6% au lieu de 4,4%, traduisant l'augmentation des prix des denrées alimentaires qui y sont inclus en lien avec l'évolution prévue de leurs cours internationaux, en particulier ceux du blé pour lesquels les tensions se sont accentuées après la décision de l'Inde de suspendre ses exportations du blé à partir de mi-mai 2022 (voir encadré 6.1). En effet, l'indice FAO des prix des produits alimentaires devrait connaître une hausse trimestrielle de 16,9% au deuxième trimestre 2022.

De même, les prix des carburants et lubrifiants connaîtraient un rebond de 49% après 23% un trimestre auparavant, en lien avec la poursuite prévue de la flambée des cours internationaux du Brent.

Pour leur part, et tenant compte des données journalières des prix au niveau du marché de gros, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient s'accroître de 7,5% au lieu de 5,7%, portés par la persistance observée des prix de certaines catégories de produits à des niveaux relativement élevés.

A l'opposé, la révision à la baisse des tarifs de certains produits pharmaceutiques, décidée par les autorités à partir du 21 avril 2022⁴, devrait entraîner un recul en glissement annuel de 0,1% des tarifs réglementés.

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



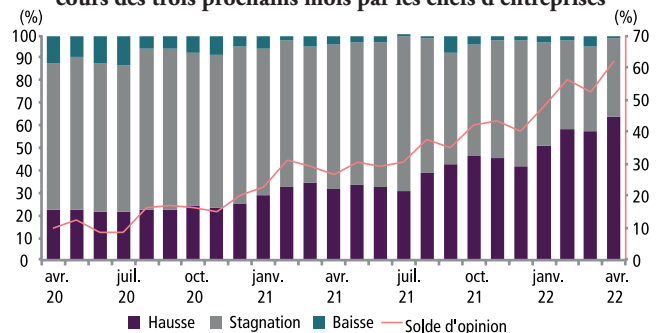
Les écarts de prévisions observés entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais remplacé par celui base 100= 2017 (cf. Encadré 6.1 : « Publication d'un nouvel indice des prix à la consommation base 100=2017 » au niveau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

Source : BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'avril 2022 indiquent que 63% des industriels enquêtés anticipent une hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois, 35% prévoient une stagnation alors que 2% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 62% contre 52% en mars.

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



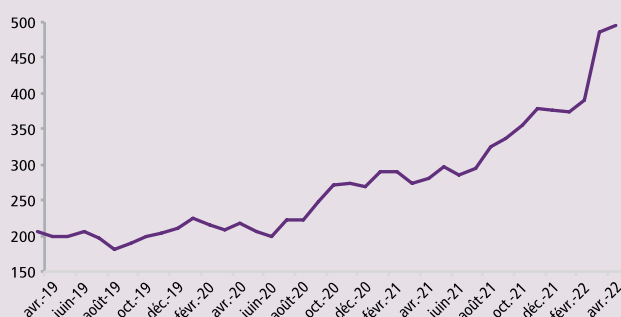
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

⁴ Arrêté du ministre de la santé et de la protection sociale portant révision des prix publics de vente des médicaments princeps, génériques et biosimilaires commercialisés au Maroc publié le 21 avril 2022 au Bulletin officiel n° 7084.

Encadré 6.1 : Flambée des cours internationaux du blé

Les cours internationaux du blé ont connu des hausses importantes à partir de la deuxième moitié de l'année 2021. Celui d'origine américaine, en particulier, avait vu ses prix accumuler une hausse de 28,7% au cours du deuxième semestre de 2021. Cette évolution résulte de la conjonction de plusieurs facteurs, notamment : (i) la forte demande mondiale engendrée par la reprise économique dans plusieurs régions du monde ; (ii) la baisse de la production de certains pays exportateurs notamment le Canada ; (iii) les effets de la pandémie de la Covid-19 sur les échanges mondiaux avec le retour des mesures protectionnistes de certains pays ; (iv) les achats massifs de plusieurs pays importateurs du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, ainsi que ceux du Sud-Est asiatique, dont essentiellement la Chine¹ ; (v) la flambée des cours des produits énergétiques et (vi) le comportement spéculatif sur les marchés à terme.

Graphique E.6.1.1 : Cours du Blé américain (\$/mt)



Source : Banque Mondiale.

Graphique E.6.1.2 : Les principaux pays exportateurs de Blé (en millions de tonnes)



Source: World Markets and Trade, May 2022, United States, Department of Agriculture.

En 2022, et après une quasi-stagnation au cours des deux premiers mois, les cours du blé se sont inscrits en hausse rapide dès le début du conflit entre la Russie et l'Ukraine, les 2 pays représentant près de 30% des exportations mondiales². Le cours du blé américain avait, à titre d'illustration, progressé de 30,7% entre février et avril pour atteindre 495,3 dollars la tonne métrique³ en moyenne en avril, soit 145,6% au-dessus de sa moyenne en 2019. Par ailleurs, la production mondiale au cours de l'année 2021/2022 est estimée à 776,6 millions de tonnes⁴, soit une stagnation par rapport à l'année précédente. Ainsi, une baisse de la production est prévue en Ukraine, où la récolte serait inférieure d'un tiers à celle de l'année précédente, ainsi qu'en Australie et en Inde en raison des vagues de chaleur qui ont endommagé les rendements. La Chine, deuxième producteur mondial de cette céréale⁵, s'attend également à une récolte légèrement en diminution. La production devrait au contraire croître, d'une année à l'autre, au Canada, avec l'amélioration des conditions météorologiques, aux États-Unis suite à la reprise de la production de blé de printemps après une année marquée par la sécheresse, en Russie et en Turquie.

¹ USDA- Foreign Agricultural Service Grain: World Markets and Trade. May 2022.

² The importance of Ukraine and the Russian Federation for global agricultural markets and the risks associated with the current conflict. FAO information Note. 25 mars 2022.

³ La cotation du Blé américain est réalisée en dollar USD par tonne métrique équivalent à 0,984 tonne.

⁴ Bulletin de la FAO sur l'offre et la demande de céréales, 6 mai 2022.

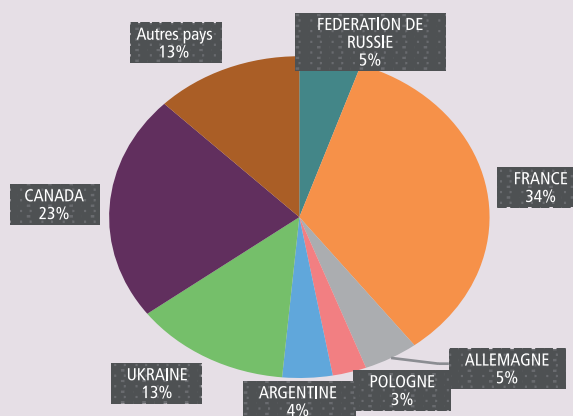
⁵ En moyenne sur les 10 dernières années selon les données du département américain de l'agriculture (USDA).

Les tensions sur les cours du blé ont été exacerbées récemment avec l'interdiction par l'Inde de l'exportation de cette denrée à partir du 14 mai courant, qui visait à prioriser sa sécurité alimentaire et limiter la hausse rapide des prix internes à la consommation suite à la baisse de sa production. En effet, même s'il est le troisième producteur de blé au monde⁵, l'Inde demeure un acteur marginal en matière d'exportation, représentant moins de 4% des exportations totales de cette denrée. Cette part, a toutefois fortement augmenté au cours des derniers mois suscitant un certain optimisme quant à la possibilité d'atténuer le déficit provoqué par la guerre en Ukraine⁶. La décision de suspendre ses exportations a ainsi induit une certaine panique au niveau du marché.

Comparée aux prévisions de la Banque Mondiale datant d'avril 2022, n'incluant pas l'effet de cette récente décision, les futures du Blé américain tablent sur un cours moyen de 460,6\$/mt au lieu de 450\$/mt prévu par cette institution. L'écart se creuserait en 2023, les futures devant se situer à 463,7\$/mt au lieu de 380\$/mt projeté par la Banque Mondiale.

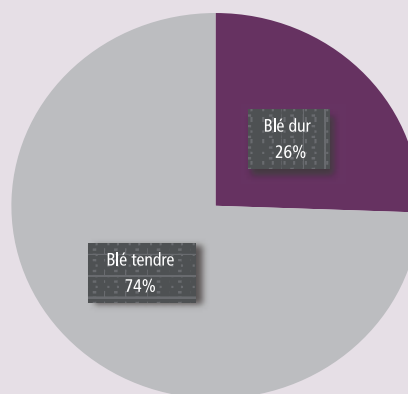
Au Maroc, les besoins nationaux en blé sont couverts à hauteur de 45% par la production locale (en moyenne sur les 10 dernières années)⁷. Avec la sécheresse ayant marqué la campagne agricole en cours, la production nationale en blé devrait être limitée à 25,1 millions de quintaux selon la première estimation du Ministère de l'Agriculture, de la Pêche Maritime du Développement Rural et des Eaux et Forêts. L'essentiel des importations marocaines en blé, soit 70,4% sur la période 2010-2021, provient de 3 pays en l'occurrence la France, le Canada et l'Ukraine. Près de trois quarts de ces importations concernent le blé tendre.

Graphique E.6.1.3 : Structure des importations du Maroc en blé par pays (2010-2021)



Source : Office des changes.

Graphique E.6.1.4 : Répartition des importations par type de produits (2010-2021)



⁶ The impact of the war in Ukraine on commodity markets, Commodity markets outlook, Banque Mondiale, avril 2022.

⁷ Selon les données de l'ONICL.

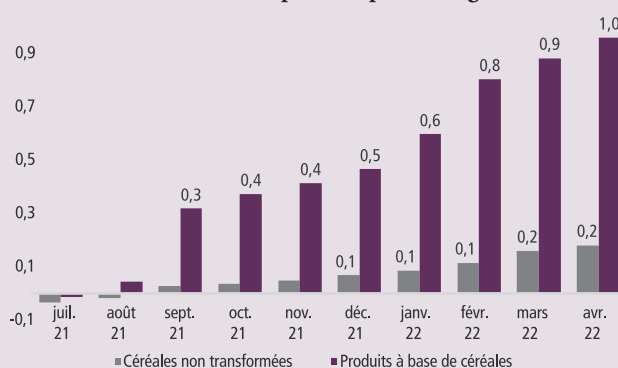
Pour ce dernier, et afin de neutraliser la hausse inédite de ses cours et maintenir inchangés les prix nationaux des farines et du pain, le Gouvernement a adopté deux principales mesures :

- La suspension, depuis le 1er novembre 2021, des droits de douane sur les importations de blé dur et tendre,
- L'allocation de compensations supplémentaires aux importateurs : Il a été décidé ainsi de mettre en place, au profit des opérateurs, un système de restitution à l'importation du blé tendre entre le 1^{er} novembre 2021 et le 30 avril 2022. L'Etat règle ainsi une prime forfaitaire en faveur des importateurs dans le cas où le prix de revient sortie port est supérieur à 270 dirhams par quintal. Prévues initialement du 1er novembre 2021 au 30 avril 2022, deux amendements de la circulaire fixant cette subvention ont été publiés en mars et en avril 2022 dans l'objectif de prolonger sa durée au 31 juin puis au 31 décembre 2022 respectivement.

Quant au blé dur, les sources d'approvisionnement du Maroc sont particulièrement concentrées, le Canada étant à l'origine de plus de 85% de nos importations de cette denrée. L'essentiel de ces importations est utilisé dans la production des semoules, des pâtes alimentaires et du couscous. Contrairement au blé tendre, les prix nationaux du blé dur sont libéralisés et obéissent aux aléas des marchés mondiaux.

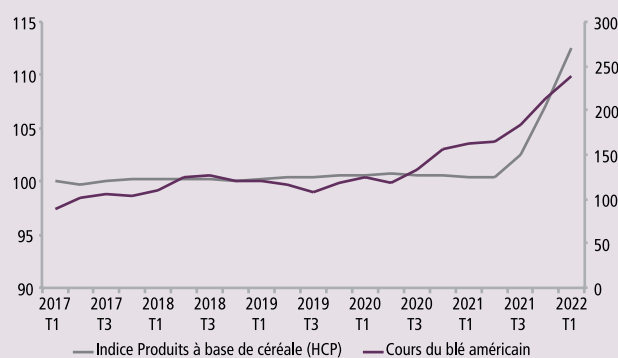
Dans la structure des dépenses de consommation de la ménagère marocaine, les céréales et leurs dérivées s'accaparent 7% dont 6,4% sont allouées aux « produits à base de céréales » et 0,6% aux « céréales non transformées ». Ces deux classes de produits ont contribué à hauteur de 0,9 point de pourcentage à l'accélération de l'inflation entre janvier et avril 2022.

Graphique E.6.1.5 : Contribution des prix des produits à base de céréales et de ceux des céréales non transformées à l'inflation (en point de pourcentage)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

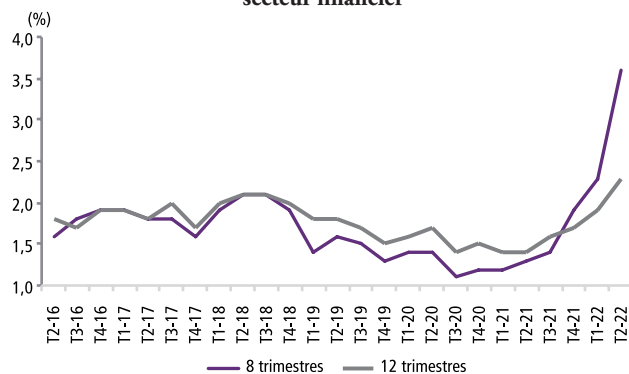
Graphique E.6.1.6 : Indices de prix (base 100 en 2017)



Sources : HCP et Banque Mondiale.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au deuxième trimestre 2022 montrent que les experts financiers anticipent une accélération de l'inflation à 3,6% en moyenne au cours des huit prochains trimestres, contre 2,3% prévu un trimestre auparavant. A plus long terme, ces derniers tablent sur une inflation de 2,3% sur les 12 prochains trimestres, au lieu de 1,9% au dernier trimestre.

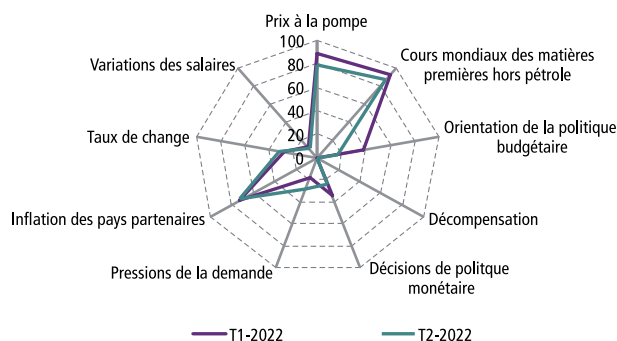
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier



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

Les enquêtés considèrent que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres serait portée 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



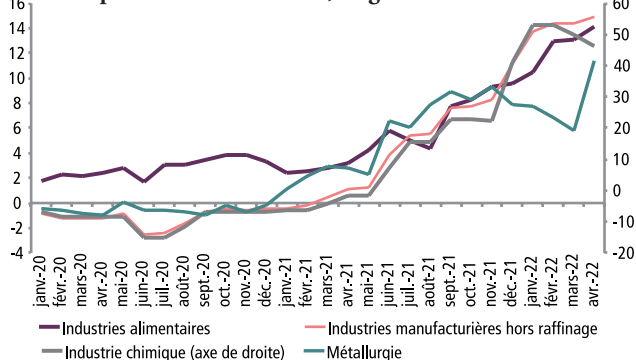
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production⁵

L'augmentation des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage observée depuis le deuxième trimestre 2021 s'est accentuée en avril, s'établissant à 15% après 14,2% en moyenne au cours des trois premiers mois de 2022.

Cette dynamique traduit principalement l'accélération des prix à la production de 23% à 41,7% pour la branche « métallurgie » et, dans une moindre mesure, à celle de 12,2% à 14,2% pour les « industries alimentaires » et de 5,6% à 14,5% pour la branche « travail du bois et fabrication d'articles en bois ». A l'inverse, les prix à la production de l'« industrie chimique » ont vu leur rythme décélérer de 52% à 46,1%.

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



Source : HCP.

⁵ Le HCP a procédé le 26 Février 2021 à la publication d'un nouvel indice des prix à la production avec comme base l'année 2018 au lieu de 2010 auparavant.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Les perspectives économiques au niveau international se sont considérablement assombries ces derniers mois, en raison principalement de l'accentuation des tensions géopolitiques, et plus particulièrement du conflit russo-ukrainien. Ce dernier a provoqué une onde de choc sur les cours internationaux des matières premières, contribuant ainsi à une accentuation des pressions inflationnistes. Dans ce contexte, plusieurs banques centrales ont été amenées à relever leurs taux directeurs et/ou à réduire leurs achats d'actifs. L'ampleur des effets de ce conflit dépendra de son évolution, de l'impact des sanctions en vigueur et des éventuelles mesures supplémentaires.

Aux Etats-Unis, la croissance ralentirait de 5,7% à 2,4% en 2022 puis à 1,9% en 2023, en lien principalement avec le resserrement des conditions monétaires. Dans la zone euro, après avoir atteint 5,4% en 2021, elle devrait décélérer à 2,6% en 2022 puis à 1,2% en 2023. En Chine, le ralentissement de la demande mondiale devrait peser sur la croissance, qui reviendrait à 4,7% en 2022 après 8,1% en 2021. Elle devrait néanmoins s'accélérer à 5,8% en 2023, les restrictions de mobilité ne devant avoir qu'un effet temporaire sur l'économie. La Russie est, en revanche, prévue d'entrer en récession cette année, les prévisions du réseau GPMN¹ tablant sur une contraction du PIB de 10,6% puis de 7,8% en 2023.

Sur le marché des matières premières, le renchérissement s'est poursuivi dans un contexte géopolitique difficile, d'offre limitée et de difficultés d'approvisionnement. Une flambée du cours du baril de Brent à 107 dollars en moyenne est attendue en 2022 après 70,4 dollars en 2021, avant de reculer à 93,9 dollars en 2023. Dans le même sens, le cours du charbon devrait poursuivre sa tendance haussière pour atteindre en moyenne 271,4 dollars la tonne en 2022. En 2023, le prix devrait s'ajuster à la baisse, s'établissant à 191,9 dollars. S'agissant des denrées alimentaires, l'indice FAO des prix des produits alimentaires devrait s'inscrire en hausse de 34,3% en moyenne en 2022 avant de baisser de 9,2% en 2023, reflétant la situation en mer Noire, la sécheresse en Amérique du Sud et la récente vague de chaleur en Inde.

Dans ces conditions, l'inflation aussi bien dans les pays avancés que dans la plupart des économies émergentes est prévue d'atteindre des niveaux exceptionnels. Aux Etats-Unis, elle est projetée à 7,8% en 2022, traduisant notamment un resserrement du marché du travail avant de revenir à 4,2% en 2023. De même, dans la zone-euro, l'inflation est prévue de s'établir à 7,2% en 2022 suivi d'un ralentissement à 3,2% en 2023.

Dans ce contexte de fortes pressions inflationnistes, les banques centrales se sont orientées vers un resserrement de leurs politiques monétaires. En particulier, la FED a relevé lors de sa réunion des 14 et 15 juin la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [1,5%-1,75%], la plus forte hausse depuis 1994. Elle a également indiqué qu'elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires au rythme annoncé en mai.

Pour sa part, la BCE a annoncé son intention d'opérer une première hausse de 25 points de base lors de sa réunion de juillet et prévoit de relever à nouveau les taux directeurs en septembre. Le calibrage de la politique monétaire dépendra de l'actualisation des perspectives d'inflation à moyen-terme et reflétera

¹ Global Projection Model Network auquel Bank Al-Maghrib est affiliée pour les projections de l'économie mondiale.

leurs évolutions. En parallèle, le Conseil a décidé de mettre fin aux achats nets au titre de l'APP à compter du 1^{er} juillet 2022.

Au niveau national, l'année 2022 devrait connaître une hausse des échanges extérieurs de biens, une reprise des recettes voyages et un léger recul des transferts des MRE. Le déficit du compte courant terminerait l'année à 4,9% du PIB, après 2,3% en 2021. En 2023, la progression des échanges de biens devrait décélérer alors que celle des recettes voyages devrait se consolider, ramenant le déficit du compte courant à 3,8% du PIB. Quant aux recettes des IDE, elles avoisineraient 3% du PIB sur l'horizon de prévision. Tenant compte notamment des hypothèses d'entrées de dons de 2,2 milliards en 2022 et de 2 milliards en 2023 et de financements extérieurs prévus du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserves se situeraient à 342,5 milliards à fin 2022 et à 346,4 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de plus de 6 mois d'importations de biens et services.

Au niveau des finances publiques, après un taux de 5,9% en 2021, le déficit budgétaire s'établirait à 6,3% du PIB en 2022, soit le même ratio prévu en mars. Ce résultat tient compte d'un rebond de la charge de compensation sous l'effet des nouvelles hypothèses relatives aux cours du gaz butane et de change, d'une progression de la subvention du blé tendre ainsi que des réalisations budgétaires à fin avril 2022. En 2023, le déficit devrait s'alléger à 5,6% du PIB, attribuable essentiellement à l'amélioration des rentrées fiscales, quoique les dépenses de biens et services devraient s'alourdir en liaison avec l'impact de l'accord du dialogue social.

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

Après le net rebond de 7,9% en 2021, la croissance de l'économie nationale devrait connaître une décélération de 7,9% à 1% cette année, reflétant une baisse de 15% de la valeur ajoutée agricole tenant compte d'une récolte céréalière de 32 MQx, et une hausse de 3,8% de la valeur ajoutée des activités non agricoles. En 2023, la croissance s'accélérait à 4%, traduisant essentiellement un effet de base de 12,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Le rythme des activités non agricoles devrait ralentir à 2,8% dans un contexte de modération de la demande extérieure. 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 sous l'effet de la hausse attendue des importations, avant d'y contribuer positivement en 2023 tirée par la poursuite prévue de la dynamique positive des exportations.

Les pressions inflationnistes continuent d'être nourries principalement par des facteurs externes, en l'occurrence l'envolée des cours de l'énergie et des produits alimentaires. Dans ce contexte, l'inflation s'accélérait de 1,4% en 2021 à 5,3% en 2022, portée principalement par la hausse de sa composante sous-jacente, et dans une moindre mesure, par le renchérissement des carburants et lubrifiants et des produits alimentaires à prix volatils. En 2023, elle devrait s'établir à 2% globalement et à 2,5% pour sa composante sous-jacente.

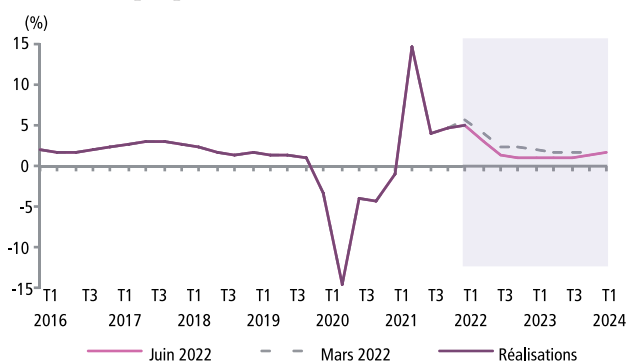
7.1 Hypothèses sous-jacentes

Dégradation des perspectives de l'économie mondiale

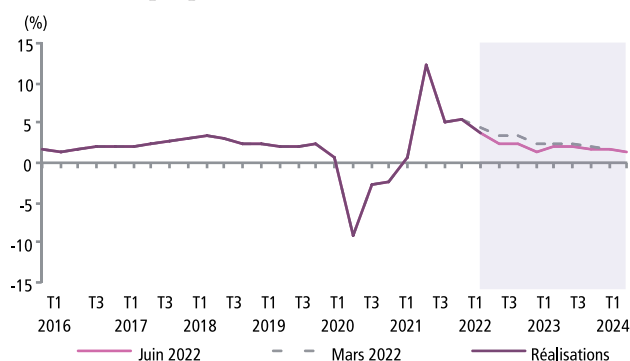
Le prolongement du conflit russo-ukrainien, le resserrement des conditions monétaires ainsi que la politique zéro Covid de la Chine continuent de peser sur la croissance mondiale. Celle-ci devrait ralentir de 6,1% en 2021 à 2,9% en 2022 puis à 2,6% en 2023. Aux Etats-Unis, et après s'être établie à 5,7%, la croissance devrait revenir à 2,4% en 2022, puis à 1,9% en 2023. Dans la zone-euro, elle devrait décélérer de 5,4% en 2021 à 2,6% en 2022 puis à 1,2% en 2023.

S'agissant des principaux pays émergents, et plus particulièrement en Chine, les fortes restrictions sanitaires et le ralentissement de la demande mondiale pèsent sur la croissance, prévue à 4,7% en 2022 après 8,1% en 2021. Elle devrait néanmoins s'accélérer à 5,8% en 2023 sous l'effet de la levée des restrictions sur la mobilité. Pour sa part, la Russie serait entrée en récession, avec une contraction de son PIB de 10,6% en 2022 et de 7,8% en 2023, reflétant l'impact des sanctions.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2022.

Accentuation du renchérissement des produits de base

Le renchérissement des produits de base s'est poursuivi dans un contexte géopolitique critique et une pénurie de l'offre. Les prix des produits énergétiques devraient maintenir leur tendance haussière en raison du conflit en Ukraine et des sanctions contre les pétroliers Russes. Après un cours moyen de 70,4 dollars le baril en 2021, les prévisions tablent sur une flambée du cours du Brent à 107 dollars en moyenne en 2022, avant de reculer à 93,9 dollars en 2023. Quant au charbon, son cours devrait également poursuivre sa tendance haussière pour atteindre en moyenne 271,4 dollars la tonne en 2022 en raison de l'interdiction par l'Union européenne des importations en provenance de la Russie. En 2023, le prix devrait s'ajuster à la baisse s'établissant à 191,9 dollars.

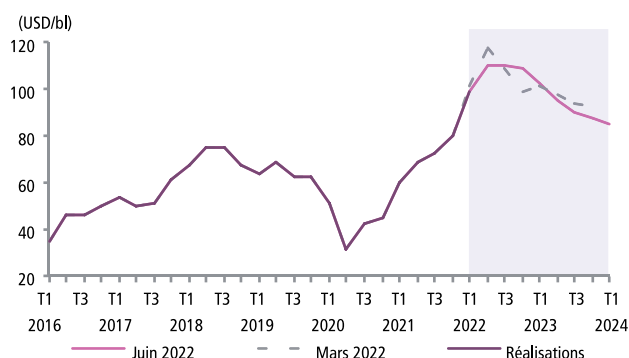
S'agissant du phosphate et dérivés, les prévisions de la Banque mondiale d'avril indiquent que les cours resteraient à des niveaux élevés en 2022 en raison des difficultés d'approvisionnement depuis la Chine et de la Russie. La Chine a suspendu les exportations de phosphate jusqu'en juin 2022 afin de garantir un approvisionnement suffisant pour la production alimentaire nationale, tandis que la Russie a imposé une interdiction d'exportation

du nitrate d'ammonium, un intrant clé dans la fabrication du DAP. S'agissant tout particulièrement du phosphate brut, son prix devrait augmenter de 123 dollars la tonne en 2021 à 175 dollars en 2022, avant de diminuer à 160 dollars en 2023. Les prix des dérivés devraient, pour leur part, augmenter de 49,8% en 2022 à 900 dollars la tonne pour le DAP et de 42,3% à 750 dollars la tonne pour le TSP, avant de baisser en 2023 à 800 dollars et à 650 dollars respectivement.

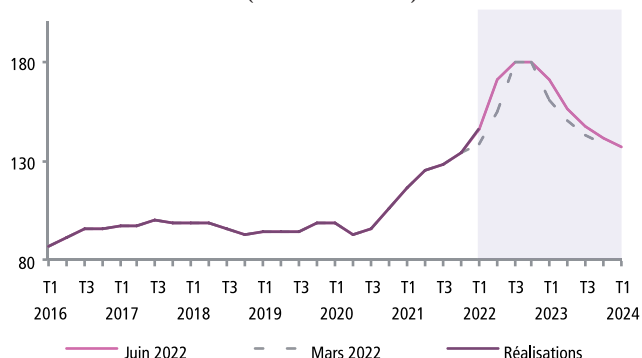
Pour ce qui est des denrées alimentaires, les prix continuent d'évoluer à des niveaux très élevés, et au regard de la situation en mer Noire, de la sécheresse en Amérique du Sud et de la récente vague de chaleur en Inde, l'indice FAO devrait s'inscrire en hausse de 34,3% en moyenne en 2022 atteignant son niveau le plus élevé historiquement avant de baisser de 9,2% en 2023.

Dans ce contexte marqué par la flambée des matières premières et la poursuite des perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'inflation a continué de surprendre à la hausse aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Aux Etats-Unis, elle est projetée à 7,8% en 2022 après 4,7% en 2021, traduisant principalement un resserrement du marché du travail ayant engendré une certaine pression à la hausse sur les salaires. Elle devrait néanmoins reculer à 4,2% en 2023 sous l'effet du resserrement des conditions monétaires. De même, dans la zone-euro, l'inflation est prévue de s'établir à 7,2% en 2022, après un taux de 2,6% en 2021, suivi d'un ralentissement à 3,2% en 2023.

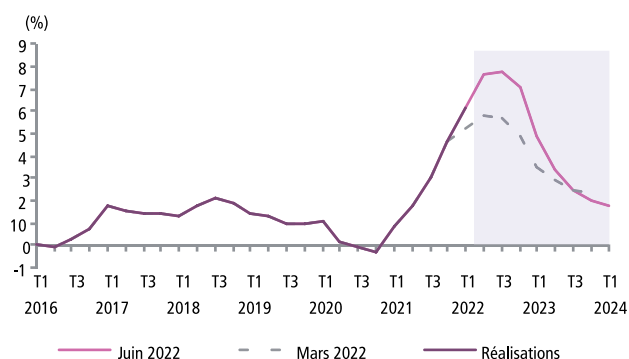
Graphique 7.3 : Prix du Brent



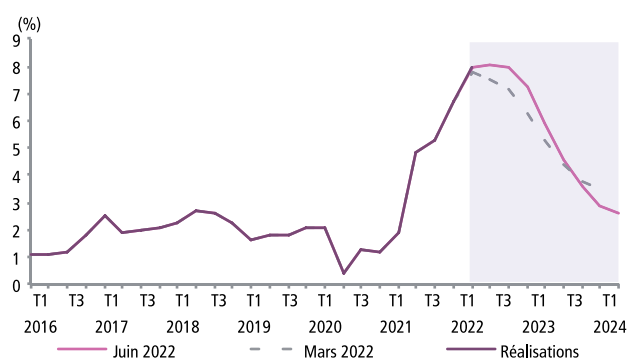
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2022.

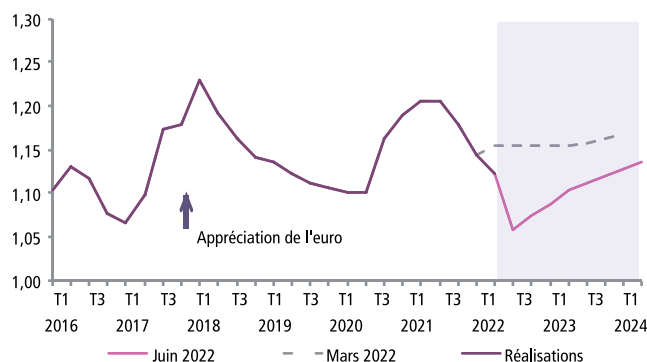
Resserrement des politiques monétaires afin de contenir l'accélération de l'inflation

Face aux fortes pressions inflationnistes, de nombreuses Banques centrales se sont orientées vers le resserrement de leurs politiques monétaires, avec la réduction des programmes d'achat d'actifs et/ou des hausses des taux directeurs. Ainsi, la Fed a décidé à l'issue de sa réunion des 14 et 15 juin de relever de 75 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [1,5%-1,75%], la plus forte hausse depuis 1994, dans un contexte d'inflation élevée et d'un marché du travail solide. Elle a également indiqué qu'elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires au rythme annoncé en mai. Cette réduction sera plafonnée à 47,5 milliards de dollars par mois en juin, juillet et août, puis à 95 milliards par mois à partir de septembre. Son président anticipe, par ailleurs, que des hausses futures de la fourchette cible seraient appropriées.

La BCE a, quant à elle, gardé ses taux directeurs inchangés, lors de la réunion de son Conseil du 9 juin, et a annoncé son intention d'opérer une première hausse de 25 points de base lors de sa réunion de juillet et prévoit de relever à nouveau les taux directeurs en septembre. Le calibrage de la politique monétaire dépendra de l'actualisation des perspectives d'inflation à moyen terme et reflétera leurs évolutions. En parallèle, le Conseil a décidé de mettre fin aux achats nets au titre de l'APP à compter du 1^{er} juillet 2022. Par ailleurs, et au terme d'une réunion exceptionnelle le 15 juin, ce dernier a décidé la conception d'un nouvel instrument anti-fragmentation pour lutter contre la transmission inégale de la normalisation de la politique monétaire entre pays et a décidé d'appliquer une certaine souplesse dans le réinvestissement des remboursements arrivant à échéance dans le portefeuille PEPP, afin de préserver le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Sur les marchés de change, l'euro devrait se déprécier de 8% en 2022 pour s'établir à 1,09 dollar en moyenne en lien avec les attentes d'un resserrement monétaire de la FED plus rapide en comparaison avec la BCE, avant de s'apprécier légèrement à 1,12 dollar en 2023.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, mai 2022.

Une production céréalière de 32 MQx pour la campagne agricole 2021/2022 et une récolte moyenne retenue pour 2022/2023

La campagne agricole 2021-2022 a été marquée par des conditions climatiques défavorables. La production céréalière est estimée, par le Département de l'Agriculture, à 32 millions de quintaux (MQx), contre une prévision

de BAM de 25 MQx retenue lors des prévisions de mars, en baisse de 69% par rapport à la campagne précédente et de 58% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Parallèlement, les cultures printanières maraichères affichent un état favorable, grâce aux pluies enregistrées en mars et avril et la performance du secteur de l'élevage devrait se maintenir, selon le Département de l'Agriculture, dans sa globalité, grâce à l'appui apporté aux éleveurs et à l'amélioration des parcours.

Pour la campagne 2022-2023, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 75 MQx et d'une évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait s'accroître de 12,9%.

7.2 Projections macroéconomiques

Accentuation du déficit du compte courant en 2022 en lien essentiellement avec le renchérissement des importations

Après un léger creusement à 2,3% du PIB en 2021, le déficit du compte courant ressortirait à 4,9% du PIB cette année avant de s'alléger à 3,8% en 2023. Les exportations afficheraient une augmentation de 22% en 2022, tirées essentiellement par les expéditions du phosphate et dérivés et les ventes de la construction automobile. S'agissant des importations, elles connaîtraient une progression de 24,2%, sous l'effet principalement d'une hausse notable des achats de demi-produits et de produits bruts en plus de l'alourdissement de la facture énergétique et de la hausse des acquisitions du blé. En parallèle, en lien avec la réouverture des frontières, les recettes voyages devraient s'améliorer de 58,3% à 54,3 milliards de dirhams, tandis que les transferts des MRE reculeraient de 6,8% à 87,3 milliards.

Tenant compte de ces évolutions et sous les hypothèses d'entrées de dons de 2,2 milliards et de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 40 milliards, les AOR se situeraient à 342,5 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de 6 mois d'importations de biens et services.

En 2023, les exportations s'accroîtraient de 0,8%, reflétant une hausse des ventes de la construction automobile et une baisse des expéditions des phosphates et dérivés. En parallèle, les importations progresseraient de 0,3%, sous l'effet notamment de l'augmentation prévue de celles de biens de consommation et de l'allègement de la facture énergétique. Les recettes voyages devraient progresser à 70,9 milliards, les transferts des MRE avoisineraient 84 milliards en repli de 3,8% et les recettes d'IDE évolueraient autour de 3% du PIB.

Sous les hypothèses d'entrées de dons de 2 milliards de dirhams, de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 20 milliards de dirhams, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 346,4 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de 6 mois et 2 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Exportations de biens (FOB)	10,3	10,7	3,3	-7,5	25,0	22,0	0,8	9,6	-2,6
Importations de biens (CAF)	6,7	9,9	2,0	-13,9	24,7	24,2	0,3	9,2	-0,8
Recettes de voyage	12,3	1,2	7,8	-53,7	-5,9	58,3	30,5	21,2	-20,3
Transferts des MRE	5,3	-1,5	0,1	4,8	37,5	-6,8	-3,8	8,2	6,9
Solde du compte courant, en % du PIB	-3,2	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-4,9	-3,8	0,7	-0,1
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,6	5,4	6,9	7,1	5,95	6,0	6,1	-0,5	-0,5

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires accommodantes et rythme modéré de la croissance du crédit au secteur non financier

Après une appréciation de 0,6% en 2021, le taux de change effectif réel se déprécierait de 2,8% en 2022, résultat d'une baisse de la valeur de la monnaie nationale en termes nominaux principalement vis-à-vis le dollar et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des partenaires et concurrents commerciaux. Cette dépréciation s'atténuerait à 0,9% en 2023, en lien avec le rétrécissement du différentiel d'inflation et l'appréciation du dirham en termes nominaux.

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 s'établir à 78,2 milliards de dirhams à fin 2022 et à 91,9 milliards à fin 2023. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 3,2% à fin avril au lieu de 3,1% en moyenne au cours du premier trimestre 2022, avec une accélération de la progression des crédits aux entreprises non financières privées, un ralentissement de celle des prêts aux ménages et 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, il évoluerait à un rythme autour de 4% en moyenne en 2022 et en 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 5,7% à fin 2022 et à 4,7% à fin 2023.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Crédit bancaire au secteur non financier	3,1	5,5	4,0	3,1	4,2	3,8	0,1	-0,3
M3	4,1	3,8	8,5	5,1	5,7	4,7	-0,2	0,7
Besoin de liquidité, en MMDH	-69,0	-62,3	-67,0	-64,4	-78,2	-91,9	-3,1	-3,6

Léger creusement du déficit en 2022 et atténuation attendue en 2023

Après un taux de 5,9% en 2021, le déficit budgétaire s'établirait à 6,3% du PIB en 2022, avant de s'atténuer à 5,6% en 2023, en allègement de 0,3 point comparativement à l'édition en mars. Cet exercice de prévision a été marqué notamment par l'intégration des réalisations budgétaires à fin mai 2022, de l'impact des mesures du dialogue social ainsi que du changement de l'année de base des comptes nationaux.

Compte tenu du rythme d'exécution budgétaire à fin mai 2022, les recettes fiscales ont été ajustées à la hausse, tandis que celles non fiscales ont été revues à la baisse, en particulier celles de monopoles et participations et des recettes « des mécanismes de financement innovants ». Du côté des dépenses, la charge de compensation en particulier devrait rebondir de 60,7% d'une année à l'autre à 35,1 milliards, incorporant les nouvelles hypothèses des cours du gaz butane, du taux de change ainsi qu'une augmentation des subventions allouées à la farine nationale de blé tendre.

En 2023, les mesures issues du dialogue social devraient se traduire par un accroissement de la masse salariale et des dépenses des autres biens et services. Pour ce qui est de la charge de compensation, elle a été également revue à la baisse reflétant les nouvelles hypothèses des cours du gaz et de change. Du côté des recettes, celles fiscales ont été révisées à la hausse en raison de l'amélioration attendue de l'activité économique.

Forte décélération de la croissance nationale en 2022 après le net rebond de 2021

Après le rebond de 7,9% enregistré en 2021, la croissance de l'économie nationale décélérerait à 1% cette année au lieu de 0,7% prévu en mars. Cet ajustement reflète, outre l'incorporation des nouvelles données de la comptabilité nationale base 2014, une baisse moins marquée de la valeur ajoutée agricole de 15% au lieu de 19,8%, tenant compte d'une récolte céréalière de 32 MQx, selon l'estimation du Département de l'Agriculture, contre une prévision de BAM de 25 MQx. D'autre part, les activités non agricoles principalement celles tertiaires auraient connu une reprise plus vigoureuse qu'attendu à la faveur de l'ouverture de l'économie depuis février dernier. Elles devraient progresser de 3,8% au lieu de 3% attendu en mars et ce, en dépit d'une décélération de la demande étrangère.

Du côté de la demande, soutenue par le maintien des conditions monétaires accommodantes, sa composante intérieure devrait y contribuer positivement, tout en restant à un niveau modéré suite à la détérioration attendue des revenus agricoles et non agricoles, dans un contexte de fortes pressions inflationnistes. En revanche, la contribution des exportations nettes en 2022 resterait négative, l'importante hausse attendue des importations de biens et services en volume devant plus que compenser l'effet de la progression des exportations, qui resterait limitée dans un contexte de dégradation des perspectives chez nos principaux partenaires.

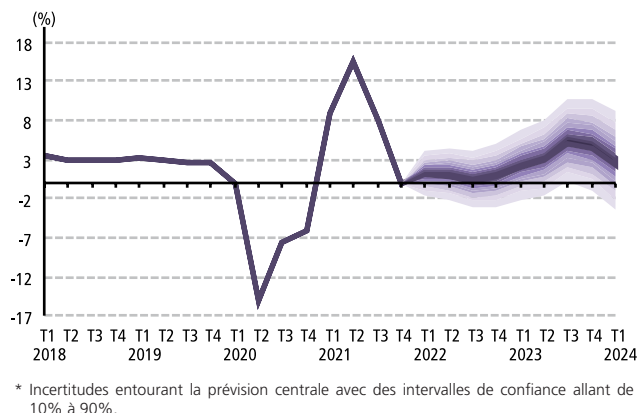
En 2023, la croissance s'accélérait à 4% traduisant essentiellement un effet de base de 12,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Le rythme de progression des activités non agricoles devrait ralentir à 2,8% dans un contexte de modération de la demande extérieure. Parallèlement, les effets positifs escomptés des mesures adoptées dans le cadre du dialogue social et le redressement prévu des revenus agricoles favoriseraient une poursuite de l'amélioration de la demande intérieure. Pour ce qui est des exportations nettes, elles contribueraient, positivement à la croissance tirée par le maintien de la dynamique des exportations.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations						Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Croissance nationale	0,5	5,1	3,1	2,9	-7,2	7,9	1,0	4,0	0,3	-0,6
VA agricole	-19,7	21,5	5,6	-5,0	-8,1	17,8	-15,0	12,9	4,8	-4,1
VA non agricole	2,8	3,2	2,8	4,0	-6,9	6,6	3,8	2,8	0,8	-0,2

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2022 - T1 2024), en glissement annuel *



Forte accélération de l'inflation en 2022

Sous l'effet de l'accroissement du renchérissement des cours des matières premières énergétiques et alimentaires à l'international et l'augmentation de l'inflation importée, l'inflation poursuivrait sa tendance haussière en 2022. En effet, la hausse de sa composante sous-jacente continuerait d'être nourrie principalement par des facteurs d'origine externe, comme en témoigne l'accélération sensible de l'inflation des biens échangeables. Elle culminerait à 5,2% en 2022 puis reviendrait à 2,5% en 2023, à mesure que les pressions inflationnistes s'atténueraient. Pour les autres composantes, la dynamique des prix des carburants et lubrifiants est prévue en hausse en 2022, traduisant un niveau élevé du prix de pétrole à l'international. En outre, les prix des produits alimentaires à prix volatils enregistreraient une hausse en 2022, portée par les fortes augmentations enregistrées en mars et en avril. En revanche, ceux des produits réglementés se stabiliseraient quasiment en 2022, avant de retrouver leur rythme d'accroissement tendanciel en 2023. Au total, l'inflation atteindrait 5,3% en 2022 et reviendrait autour de 2% en 2023.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2022 - T1 2024)*

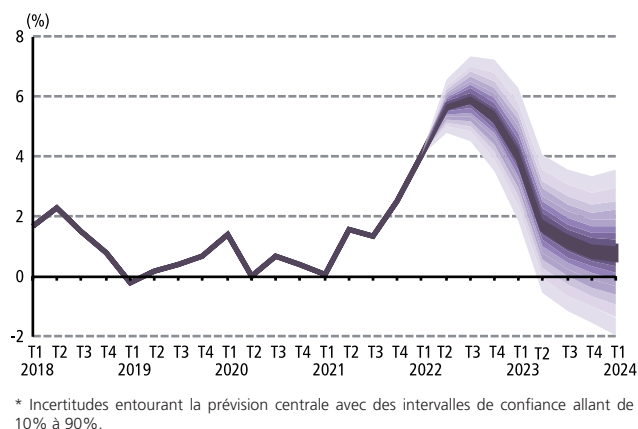
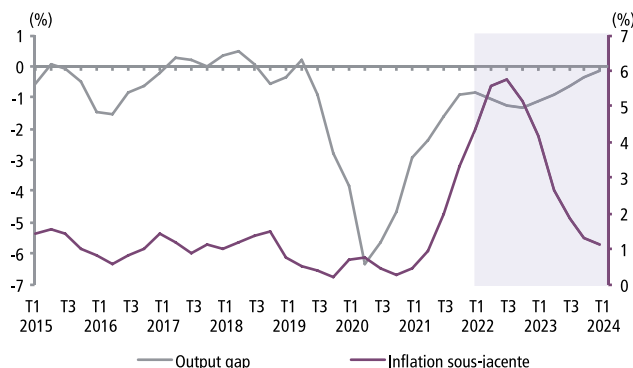


Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

	Réalizations				Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Horizon de 8 trimestres (T2 2022 au T1 2024)	2022	2023
Inflation	1,6	0,2	0,7	1,4	5,3	2,0	3,2	0,6	0,1
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	5,2	2,5	3,5	0,5	-0,1

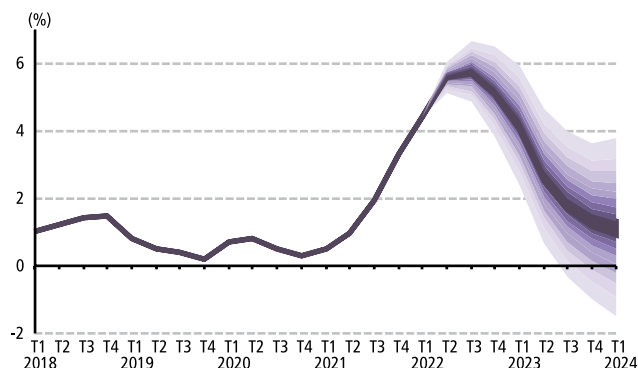
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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 (T2 2022 - T1 2024)*



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

7.3 Balance des risques

Cet exercice intervient dans un contexte marqué par de fortes incertitudes ayant trait principalement aux conséquences du conflit russo-ukrainien sur l'économie mondiale qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale. La balance des risques ressort orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

S'agissant de la croissance, et en dépit du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire un affaiblissement plus important de la demande étrangère en lien avec une dégradation des perspectives des principaux pays partenaires pourrait engendrer des effets négatifs sur les activités non agricoles. Pour ce qui est de l'inflation, les risques sont liés à la montée récente du protectionnisme dans un contexte où certains pays comme l'Inde, l'Indonésie et la Malaisie ont restreint leurs exportations en produits alimentaires. Par ailleurs, la persistance des goulets d'étranglement des chaînes mondiales d'approvisionnement risque d'entraîner une hausse plus forte et plus persistante que prévu des prix à la consommation.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	18
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX	19
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	19
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	19
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe	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	21
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	25
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	26
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques	26
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	27
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	27
Graphique 3.6	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	28
Graphique 3.7	: Variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.8	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.9	: Evolution de l'offre et de la demande	29
Graphique 3.10	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	29
Graphique 3.11	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	30
Graphique 3.12	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	30
Graphique 3.13	: Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2022	30
Graphique 3.14	: Evolution des bons du Trésor	31
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	31
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	33
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	34
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	34
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin mai	34
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin mai.....	34
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin mai	35
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	35
Graphique 5.1	: Dépenses de consommation	36
Graphique 5.2	: PIB par composantes	38
Graphique 5.3	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	39
Graphique 5.4	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	39
Graphique 5.5	: Output-gap global	39
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	40
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	41
Graphique 6.3	: Evolution du cours à l'international du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	41
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	42
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	42
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	43

Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	43
Graphique E.6.1.1	: Cours du Blé américain	44
Graphique E.6.1.2	: Les principaux pays exportateurs de Blé	44
Graphique E.6.1.3	: Structure des importations du Maroc en blé par pays	45
Graphique E.6.1.4	: Répartition des importations par type de produits	45
Graphique E.6.1.5	: Contribution des prix des produits à base de céréales et de ceux des céréales non transformées à l'inflation	46
Graphique E.6.1.6	: Indices de prix	46
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	47
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	47
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	47
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	50
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	50
Graphique 7.3	: Prix du Brent.....	51
Graphique 7.4	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	51
Graphique 7.5	: Inflation dans la zone euro	51
Graphique 7.6	: Inflation aux Etats-Unis	51
Graphique 7.7 :	Taux de change USD/EUR	52
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2022 - T1 2024)	56
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2022 - T1 2024)	56
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	57
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2022 - T1 2024)	57

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	17
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage.....	18
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	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	26
Tableau 3.2	: Taux créditeurs	26
Tableau 3.3	: Evolution des taux débiteurs.....	26
Tableau 4.1	: Recettes ordinaires	33
Tableau 4.2	: Exécution des dépenses publiques	33
Tableau 4.3	: Financement du déficit	35
Tableau 4.4	: Endettement du Trésor	35
Tableau E.5.1.1	: Produit intérieur brut, en valeur	37
Tableau E.5.1.2	: Croissance économique	37
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	39
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	41
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	42
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	53
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	54
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	55
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	57

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 5.1	: Comptes nationaux : changement de l'année de base de 2007 à 2014	37
Encadré 6.1	: Flambée des cours internationaux du blé	44