



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 55 / 2020

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB  
DU 16 JUIN 2020

Dépôt légal : 2020/0033

**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](mailto:deri@bkam.ma)

[www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)



@BankAlMaghrib

# SOMMAIRE

## PRÉAMBULE

### COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

### APERÇU GÉNÉRAL

11

#### 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

19

1.1 Activité économique et emploi

19

1.2 Conditions monétaires et financières

20

1.3 Prix des matières premières et inflation

26

#### 2. COMPTES EXTÉRIEURS

31

2.1 Balance commerciale

31

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

32

2.3 Compte financier

33

#### 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

35

3.1 Conditions monétaires

35

3.2 Prix des actifs

40

#### 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

43

4.1 Recettes ordinaires

43

4.2 Dépenses

44

4.3 Déficit et financement du Trésor

45

#### 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

47

5.1 Demande intérieure

47

5.2 Demande extérieure

48

5.3 Offre globale

48

5.4 Marché du travail et capacités de production

49

#### 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

55

6.1 Evolution de l'inflation

55

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

59

6.3 Anticipations de l'inflation

59

6.4 Prix à la production

60

#### 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

61

Synthèse

61

7.1 Hypothèses sous-jacentes

63

7.2 Projections macroéconomiques

66

7.3 Balance des risques

70

#### LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

71

#### LISTE DES GRAPHIQUES

73

#### LISTE DES TABLEAUX

74

#### LISTE DES ENCADRÉS

75



# بنك المغرب

# بنك المغرب

# بنك المغرب

# PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

*Le Wali, Président*

*Le Directeur Général*

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

*Mme Mouna CHERKAOUI*

*M. Mohammed DAIRI*

*Mme Najat EL MEKKAOUI*

*M. Larabi JAÏDI*

*M. Mustapha MOUSSAOUI*

*M. Fathallah OUALALOU*

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

بنك المغرب  
بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 16 juin 2020

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 16 juin sa deuxième réunion trimestrielle de l'année 2020.
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 2019.
3. Le Conseil a analysé et évalué l'évolution de la conjoncture économique et sociale aussi bien au niveau national qu'international, ainsi que les réponses apportées par les autorités du pays pour atténuer les effets de la pandémie du Covid-19. Il a noté à cet égard que les projections macroéconomiques de la Banque établies dans ce contexte restent entourées d'un degré exceptionnellement élevé d'incertitude et font clairement ressortir une forte contraction de l'économie nationale cette année suivie d'un certain rebond en 2021.
4. Tenant compte de ces évaluations, le Conseil a décidé, après la baisse de 25 points de base en mars dernier, de procéder à une deuxième réduction du taux directeur de 50 points de base, le ramenant à 1,5%, et de libérer intégralement le compte de réserve au profit des banques. Dans le même sens, Bank Al-Maghrib a mis en place des dispositions spécifiques pour fournir un appui au refinancement des banques participatives et aux associations de microcrédit. Ces nouvelles décisions, conjuguées aux différentes mesures d'assouplissement déjà mises en œuvre, notamment l'élargissement du collatéral éligible à ses opérations de refinancement, le renforcement de ses programmes non conventionnels, ainsi que l'allègement temporaire des règles prudentielles, devraient contribuer, avec celles prises par le Comité de Veille Economique, à atténuer l'impact de la pandémie et à soutenir la relance de l'économie et de l'emploi. Au regard de la conjoncture particulière qui prévaut actuellement, la Banque veillera, plus que par le passé, à la transmission de ses décisions à l'économie réelle et fera le point régulièrement à ce sujet avec le plus haut management du système bancaire, mais déjà, elle a affiné le cadre de ses opérations de refinancement pour favoriser davantage les banques qui déploient le plus d'efforts dans ce sens.
5. Le Conseil a noté qu'après s'être établie à 1,4% en moyenne au premier trimestre 2020, l'inflation, mesurée par la variation du nouvel indice des prix à la consommation base 100 en 2017 mis en place par le HCP en mai dernier, est revenue à 0,9% en avril en lien essentiellement avec le repli des prix des carburants et lubrifiants. A moyen terme, et dans un contexte de faibles pressions inflationnistes émanant de la demande et des cours bas des matières premières, elle se maintiendrait, selon les prévisions de BAM, à un niveau modéré autour de 1% aussi bien en 2020 qu'en 2021. Sa composante sous-jacente, mesurant la tendance fondamentale des prix, devrait passer de 0,5% à 0,8% en 2020 et revenir à 0,7% en 2021.
6. Au plan international, s'il est clair que l'économie mondiale connaîtrait une forte récession en 2020, son ampleur et le rythme de la reprise demeurent sujets à de fortes incertitudes qui ont amené certaines banques centrales à reporter la publication de leurs prévisions et d'autres à considérer plusieurs scénarios d'évolution.

Les projections basées sur les données disponibles au 18 mai indiquent une contraction de 6,4% de l'économie américaine en 2020, marquant ainsi la fin du plus long cycle d'expansion de son histoire. En 2021, elle renouerait avec la croissance avec un taux prévu à 4%. Dans la zone euro, le PIB accuserait un recul de 8,2%, suivi d'un relatif redressement de 3,9%. Sur les marchés du travail, après avoir évolué autour de 4%, le taux de chômage a bondi aux Etats-Unis à 14,7% en avril avec une perte de 20,7 millions d'emplois avant de revenir à 13,3% en mai suite à une création de 2,5 millions de postes. Dans la zone euro, la hausse a été limitée, le taux ressortant à 7,3% en avril après 7,1% en mars, en raison notamment du recours aux dispositifs du chômage partiel. Ce taux resterait élevé aux Etats-Unis, s'établissant à 9,6% en moyenne cette année et à 9% en 2021. Dans la zone euro, il continuerait d'augmenter pour se situer à 8,6% en 2020 et à 9,2% en 2021. Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise accuserait une contraction de 5,1% cette année suivie d'une forte progression prévue à 9,6%, tandis qu'en Inde, le PIB enregistrerait une diminution limitée à 1% avant de rebondir de 8,8% en 2021.

7. Sur les marchés des matières premières, l'accord conclu par les membres de l'OPEP+ pour réduire la production de pétrole à compter du 1er mai ne devrait que partiellement compenser l'effet de la forte baisse de la demande mondiale sur les prix. Le cours du Brent en particulier devrait se replier de 64 dollars le baril en moyenne en 2019 à 40 dollars en 2020 et remonter à 52,5 dollars en 2021. Pour les produits alimentaires, leurs prix régresseraient de 2,7% en 2020 dans un contexte d'offre excédentaire et d'affaiblissement de la demande mondiale avant de se redresser en 2021. Pour les phosphates et dérivés, le cours du DAP reculerait de 306,4 dollars la tonne en 2019 à 285 dollars en 2020 puis s'accroîtrait à 295 dollars en 2021 et celui de la roche passerait respectivement de 88 dollars la tonne à 78 dollars puis à 81 dollars.
8. Dans ces conditions, l'économie mondiale subirait de fortes pressions désinflationnistes en 2020, avec notamment un reflux de l'inflation à 0,9% aux Etats-Unis et à 0,5% dans la zone euro. En 2021, l'inflation connaîtrait une hausse, s'établissant à 2,4% aux Etats-Unis, mais restant bien en deçà de l'objectif de la BCE, à 1,3%.
9. Face à cette situation, les banques centrales ont recouru à leurs instruments conventionnels et non conventionnels pour soutenir l'activité et favoriser la relance. Ainsi, la BCE a adopté le 12 mars une série de mesures, dont notamment des opérations de refinancement de long terme et une enveloppe temporaire d'achats nets supplémentaires d'actifs d'un montant de 120 milliards d'euros. Elle a annoncé le 18 mars un nouveau programme temporaire d'achats nets d'actifs d'une enveloppe globale de 750 milliards d'euros qu'elle a portée lors de sa réunion du 4 juin à 1350 milliards d'euros. Le 30 avril, elle a décidé de mener une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non-ciblées d'urgence. Pour sa part, après une baisse de 50 points de base le 3 mars, la FED a réduit le 15 mars de 100 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux, la ramenant à [0%-0,25%] et a décidé de relancer ses achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars. Elle a annoncé le 9 avril des mesures additionnelles pour fournir jusqu'à 2300 milliards de dollars de prêts au profit des ménages, des employeurs et des autorités locales et a établi des facilités de liquidité en dollars avec quelques banques centrales pour atténuer la pression sur la liquidité. A l'issue de sa réunion des 9-10 juin dernier, elle a réitéré son engagement à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie américaine et a procédé à la première publication de ses projections macroéconomiques



qui font ressortir notamment une contraction du PIB des Etats-Unis de 6,5% en 2020, suivi d'un rebond de 5% en 2021. Parallèlement, des mesures de soutien budgétaire ont été mises en place à grande échelle par les gouvernements. Ainsi, au niveau de l'UE, outre les réponses individuelles des pays membres, l'Eurogroupe a conclu un accord pour des mesures de soutien de 540 milliards d'euros et la Commission européenne a proposé un instrument de relance d'une enveloppe de 750 milliards d'euros. Aux Etats-Unis, un plan budgétaire d'une enveloppe de 2200 milliards de dollars a été mis en œuvre et, la Chambre des représentants a proposé le 15 mai un ensemble de nouvelles mesures de relance pour un montant de 3000 milliards de dollars.

10. Au niveau national, pâtissant de l'effet conjugué de la sécheresse et des restrictions pour limiter la propagation du Covid-19, l'économie accuserait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, une contraction de 5,2% en 2020, la plus forte depuis 1996. La valeur ajoutée agricole connaîtrait un recul de 4,6%, avec une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 30 millions de quintaux, et celle des activités non agricoles diminuerait de 5,3%. En 2021, la croissance marquerait un rebond à 4,2%, avec une augmentation de la valeur ajoutée agricole de 12,4%, sous l'hypothèse d'une production céréalière de 75 millions de quintaux, et une amélioration du rythme des activités non agricoles à 3,1%. Au regard de l'évolution rapide et incertaine de la situation, ces prévisions restent entourées de fortes incertitudes, avec une balance des risques orientée à la baisse. En effet, selon les scénarios d'une reprise plus lente de l'activité ou de la persistance de la faiblesse de la demande étrangère et des perturbations des chaînes d'approvisionnement, la récession serait beaucoup plus profonde.
11. Sur le marché du travail, les dernières données de l'enquête nationale sur l'emploi ont été collectées par le HCP entre le 1er janvier et le 20 mars et, par conséquent, n'intègrent pas l'effet de la pandémie du Covid-19. Elles font ressortir une création de 77 mille emplois après une perte de 2 mille au cours de la même période une année auparavant, une amélioration du taux d'activité de 45,7% à 46% et une hausse du taux de chômage de 9,1% à 10,5%. Cependant, une enquête ponctuelle réalisée par le HCP du 1er au 3 avril pour appréhender les retombées de la pandémie sur l'emploi indique une destruction de près de 726 mille postes, soit 20% de la main d'œuvre des entreprises organisées.
12. Sur le plan des comptes extérieurs, les données provisoires du mois d'avril montrent les premiers signes de l'impact de la crise sanitaire, avec des diminutions de 19,7% des exportations, de 12,6% des importations, de 12,8% des recettes de voyage et de 10,1% des transferts des MRE. Une relative amélioration serait attendue au second semestre avec la levée progressive des restrictions au niveau national et chez les partenaires commerciaux et les mesures d'appui à la relance, mais celle-ci ne permettrait qu'un rattrapage partiel. Ainsi, pour l'ensemble de l'année 2020, les exportations accuseraient une baisse de 15,8% globalement, qui concernerait la quasi-totalité des secteurs. En particulier, les expéditions de l'industrie automobile et les ventes du secteur textile et cuir seraient affectées par la perturbation des chaînes d'approvisionnement et l'affaiblissement de la demande étrangère. En parallèle, les importations chuteraient de 10,7%, en lien essentiellement avec l'allègement de la facture énergétique et le repli des acquisitions de biens d'équipement. Les recettes de voyage enregistreraient un fort recul qui atteindrait 60% et les transferts des MRE régresseraient de 25%. En 2021, les exportations connaîtraient une certaine reprise, soutenue par l'amélioration de la demande mondiale et la progression des capacités de la construction automobile, bien qu'à un rythme moindre que retenu précédemment. Les recettes

de voyage et les transferts des MRE devraient marquer des rebonds respectifs de 60% et de 5,2%, traduisant la dissipation graduelle de l'impact du choc de la pandémie. Pour ce qui est des entrées d'IDE, elles devraient revenir à l'équivalent de 1,5% du PIB cette année avant de retrouver leur niveau tendanciel de 3,2% du PIB en 2021. Tenant compte de la hausse importante prévue des tirages à l'international du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 218,6 milliards de dirhams en 2020 et à 221,7 milliards en 2021, assurant une couverture autour de 5 mois d'importations de biens et services aussi bien en 2020 qu'en 2021.

13. S'agissant des conditions monétaires, les taux débiteurs ont, selon l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib, diminué de 4 points de base à 4,87% au premier trimestre 2020, tirés par le repli des taux assortissant les prêts aux entreprises privées. Cette baisse devrait se poursuivre au regard en particulier de la mise en place de dispositifs de garantie pour le financement de la relance au taux directeur majoré d'un maximum de 200 points de base. Concernant le crédit au secteur non financier, il a continué son amélioration avec une augmentation de 6,7% à fin avril, reflétant notamment l'accélération du rythme des prêts accordés aux entreprises non financières privées à 11,4%. Malgré la contraction de l'activité prévue cette année, son évolution resterait positive, avec une croissance de 1,9% en 2020 et de 2,6% en 2021, grâce aux différentes actions d'appui à la relance économique et aux mesures d'assouplissement de la Banque. Pour sa part, le taux de change effectif réel s'est apprécié au premier trimestre de 0,86%, mais devrait ressortir en dépréciation de 1,6% sur l'ensemble de l'année et de 1% en 2021, résultat d'une dépréciation en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents.
14. Pour ce qui est des finances publiques, l'exécution du budget au terme des cinq premiers mois fait ressortir un déficit de 25,5 milliards de dirhams, contre 19,5 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 18,1 milliards du nouveau compte d'affectation spéciale pour la gestion de la pandémie du Coronavirus. Les recettes ordinaires ont diminué de 10%, impactées particulièrement par le recul des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 4%, traduisant essentiellement des hausses de 10,8% de la masse salariale et de 18,3% des charges au titre des autres biens et services, alors que les dépenses d'investissement se sont repliées de 11,3%. Compte tenu de la reconstitution du stock des opérations en instance de 433 millions, le déficit de caisse s'est établi à 25,1 milliards de dirhams, contre 25,7 milliards une année auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 20,5 milliards et par des concours extérieurs nets de 4,6 milliards. A moyen terme, sur la base des estimations disponibles, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait s'aggraver de 4,1% du PIB en 2019 à 7,6% en 2020 avant de s'atténuer à 5% en 2021. Dans ces conditions, l'endettement du Trésor devrait augmenter, passant de 65,0% du PIB en 2019 à 75,3% en 2020 et à 75,4% en 2021.
15. Au regard des fortes incertitudes qui entourent l'évolution de la conjoncture économique à la fois au plan national et international, Bank Al-Maghrib assurera un suivi étroit de la situation et procédera à l'actualisation régulière de ses projections et à l'identification des scénarios d'évolution probables. Elle appellera si les circonstances l'exigent à une réunion exceptionnelle de son Conseil avant celle prévue le 22 septembre prochain.

## APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par la mise en place de restrictions drastiques à travers le monde dans le cadre de la lutte contre la propagation de la pandémie du Covid-19, l'activité économique mondiale s'est fortement contractée. Les données disponibles sont relatives au premier trimestre et permettent d'apprécier à des degrés différents les premières manifestations de l'impact économique et social de cette crise. Elles montrent en particulier une baisse du PIB de 6,8% en Chine où la pandémie s'est déclenchée en décembre 2019, de 3,2% dans la zone euro, de 2,2% au Japon et de 1,6% au Royaume-Uni. Aux États-Unis, la croissance a enregistré une nette décélération à 0,3%.

Sur le marché du travail, la situation s'est nettement détériorée dans les pays avancés. Aux États-Unis, après avoir évolué autour de 4%, le taux de chômage a bondi à 14,7% en avril avec une perte de 20,7 millions emplois avant de baisser à 13,3% en mai suite à la création de 2,5 millions postes. Dans la zone euro, l'augmentation du taux de chômage a été limitée à 7,3% en avril après 7,1% en mars, en raison notamment du recours aux dispositifs du chômage partiel dans plusieurs pays.

Quant aux marchés financiers, après avoir été sous une forte pression à la fin du premier trimestre 2020, ils ont connu une relative atténuation de l'aversion au risque soutenue par les mesures de soutien budgétaire et monétaire, ainsi que par l'espoir de développement d'un vaccin plus tôt que prévu. Ainsi, en mai, le Dow Jones industriels est ressorti en accroissement d'un mois à l'autre de 3,9%, l'EuroStoxx 50 de 2%, le FTSE 100 de 3,7%, le Nikkei 225 de 5,7% et le MSCI EM de 3,4%. De même, les taux obligataires souverains se sont globalement détendus entre avril et mai avec en particulier une baisse à -0,5% pour l'Allemagne, à 0% pour la France, à 0,8% pour l'Espagne et à 1,7% pour l'Italie.

Pour ce qui est des marchés de change, l'euro s'est quasiment maintenu à 1,09 dollar en mai, s'est apprécié de 1,2% par rapport à la livre sterling et s'est déprécié de 0,3% face au yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles ont poursuivi, à l'exception de la roupie indienne leur appréciation vis-à-vis du dollar. Pour le crédit bancaire, son rythme de progression annuelle s'est sensiblement accéléré aux États-Unis d'un mois à l'autre, passant à 11% en avril et a légèrement ralenti dans la zone euro à 4,9%.

Au niveau des marchés des matières premières, les inquiétudes relatives à la demande mondiale ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix du pétrole. Le cours du Brent en particulier a accusé en mai un net repli de 54,2% en glissement annuel pour se situer à 32,3 dollars le baril en moyenne mais est ressorti en hausse mensuelle de 20,2%, en liaison notamment avec la réduction de la production des pays de l'OPEP+. Hors énergie, les prix ont été également en baisse avec un recul de 13,5% pour les métaux et minerais et de 0,8% pour les produits agricoles. Pour les phosphates et engrais, le prix a augmenté, entre avril et mai, de 3% à 72,9\$/t pour le phosphate brut, alors qu'il a diminué de 6,7% à 263\$/t pour le DAP, de 0,8% à 243\$/t pour le TSP, de 14,1% à 201,9\$/t pour l'Urée et de 11,8% à 216\$/t pour le chlorure de potassium. En glissement annuel, les cours ont enregistré des replis de 25,2% pour le phosphate brut, de 16,1% pour le DAP, de 20,3% pour le TSP, de 18,4% pour l'Urée et de 18,6% pour le Chlorure de potassium.

Au plan de l'évolution des prix, le choc de la pandémie se traduit globalement par des pressions désinflationnistes notamment au niveau des pays avancés. L'inflation a ralenti de 0,3% en avril à 0,1% en mai aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE adopté le 12 mars une série de mesures, dont notamment des opérations de refinancement de long terme supplémentaires et une enveloppe temporaire additionnelle d'achats nets d'actifs d'un montant de 120 milliards d'euros, et a annoncé le 18 mars un nouveau programme temporaire d'achats nets d'actifs des secteurs privé et public (Pandemic Emergency Purchase Programme) d'une enveloppe globale de 750 milliards d'euros qu'elle a augmenté de 600 milliards le 4 juin avec un prolongement de l'horizon de ces achats jusqu'au moins fin juin 2021, contre fin 2020 initialement déclaré. Lors de sa réunion du 30 avril, elle a décidé de mener une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non-ciblées d'urgence face à la pandémie. Elle fait face toutefois à des pressions, la Cour constitutionnelle allemande ayant exigé le 5 mai dernier, sous un délai de 3 mois, une justification de la conformité à son mandat de ses vastes rachats d'actifs dans le cadre du programme lancé en 2015. Dans le cas échéant, elle ordonnera à la Bundesbank, principal actionnaire de la BCE, de cesser de participer à ce programme.

Pour sa part, la FED a réduit la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 50 pb le 3 mars puis de 100 pb le 15 mars à [0%-0,25%] et a décidé de relancer ses achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars de bons du Trésor et de prêts immobiliers titrisés. Elle a également annoncé l'établissement des facilités de liquidité en dollars avec quelques banques centrales pour atténuer la pression sur la liquidité. Par ailleurs, elle a annoncé le 9 avril des mesures additionnelles pour fournir jusqu'à 2300 milliards de dollars de prêts au profit des ménages, des employeurs et des autorités locales. Lors de sa récente réunion du 9-10 juin, elle a reconfirmé son engagement à maintenir une orientation accommodante de sa politique monétaire. Elle a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux et prévoit de la garder à ce niveau jusqu'à ce qu'elle soit confiante que l'économie ait dépassé les récents événements et que celle-ci est sur la trajectoire d'atteindre ses objectifs de plein-emploi et de stabilité des prix.

Au plan national, les restrictions mises en place par les autorités à partir de la mi-mars pour contenir la propagation du virus se sont traduites par un arrêt total ou partiel de plusieurs activités et une partie importante de la population active occupée aussi bien dans les secteurs formels qu'informels s'est retrouvée au chômage. Toutefois les dernières données disponibles ne couvrent que partiellement la période après restriction et ne renseignent encore que d'une manière limitée sur l'impact de ces mesures.

Ainsi, en ce qui concerne les échanges extérieurs, les données à fin avril indiquent un creusement du déficit commercial, par rapport à la même période de 2019, de 1,3 milliard à 66,2 milliards de dirhams, résultat des replis des exportations et des importations de 19,7% et de 12,6% respectivement. Pour les autres principales rubriques du compte courant, les recettes de voyage ont accusé une baisse de 12,8% contre une amélioration de 11,5% à fin février et les transferts des MRE ont affiché une diminution de 10,1% au lieu d'une quasi-stagnation. Quant aux principales opérations financières, le flux net d'IDE a connu un recul de 16,8% à 5,3 milliards de dirhams et celui des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 1,7 milliard pour s'établir à 1,5 milliard de dirhams. Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib, leur encours a atteint 286,5 milliards

de dirhams, à fin avril 2020, à la faveur notamment du tirage au titre de la LPL, représentant ainsi l'équivalent de 7 mois d'importations de biens et services.

Du côté monétaire, le besoin en liquidité des banques a atteint 93,8 milliards de dirhams en moyenne durant les mois d'avril et mai, résultat de la hausse exceptionnelle de la monnaie fiduciaire. Par conséquent, Bank Al-Maghrib a augmenté significativement le montant de ses injections à 95,4 milliards de dirhams. Les conditions monétaires ont été également marquées, au premier trimestre, par une baisse des taux débiteurs de 4 points de base à 4,87% en moyenne ainsi que par une appréciation du taux de change effectif. Concernant le crédit au secteur non financier, il a poursuivi son amélioration avec une augmentation de 5,5% en moyenne, reflétant notamment l'accélération du rythme de croissance des prêts accordés aux entreprises non financières privées qui a atteint 11,4%.

S'agissant des finances publiques, l'exécution du budget au terme des quatre premiers mois de 2020 fait ressortir un déficit de 5 milliards de dirhams, contre 11,1 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 25,4 milliards du nouveau compte d'affectation spéciale intitulé « Fonds spécial pour la gestion de la pandémie coronavirus Covid-19 », créé le 19 mars 2020 sur hautes instructions de Sa Majesté le Roi. Les recettes ordinaires ont diminué de 5,2%, impactées particulièrement par la baisse des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 6,3% à 115,8 milliards, reflétant essentiellement des hausses de 11,5% de la masse salariale et de 15,8% des charges au titre des autres biens et services. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 4,8 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 9,7 milliards de dirhams, contre 20,7 milliards une année auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 6,5 milliards et par des concours extérieurs nets de 3,2 milliards. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 2,9% par rapport à son niveau à fin décembre 2019. Les conditions de financement du Trésor ressortent, quant à elles, favorables comme en témoigne la tendance baissière du taux moyen pondéré des titres émis par adjudications.

Les données des comptes nationaux font ressortir une décélération de la croissance à 2,5% en 2019 contre 3,1% en 2018, résultat d'une contraction de 5,8% de la valeur ajoutée agricole, sous l'effet de conditions climatiques défavorables, celle des secteurs non agricoles ayant en revanche, marqué une accélération de 2,9% à 3,8%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a connu un tassement, avec l'affaiblissement du rythme d'accroissement de la consommation des ménages et de celui de l'investissement. Sa contribution à la croissance est revenue ainsi de 4,4 points de pourcentage à 2 points. S'agissant des exportations nettes en volume, leur participation est redevenue positive de l'ordre de 0,5 point, après avoir été négative de 1,2 point en 2018.

Sur le marché du travail, les données du premier trimestre ont été collectées entre le 1er janvier et le 20 mars et n'intègrent donc pas l'effet de la pandémie du Covid-19. Elles révèlent une création de 77 mille emplois après une perte de 2 mille la même période de l'année précédente. Cette évolution résulte d'une création dans les activités non agricoles, notamment dans les services, qui a plus que compensé la perte dans l'agriculture. Compte tenu d'une entrée nette de 285 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité est passé de 45,7% à 46% et le taux de chômage s'est aggravé de 9,1% à 10,5% au niveau national.

Par ailleurs, deux enquêtes, réalisées récemment, mettent en exergue l'effet de la pandémie sur l'emploi au Maroc. La première du HCP a été lancée du 1er au 3 avril 2020 et a ciblé un échantillon de 4000 entreprises organisées opérant dans les secteurs de l'industrie manufacturière, de la construction, de l'énergie, des mines, de la pêche, du commerce et des services marchands non financiers. Ses principaux résultats indiquent que 27% des entreprises auraient réduit temporairement ou définitivement leurs effectifs. Ainsi, près de 726 mille postes auraient été supprimés, soit 20% de la main d'œuvre des entreprises organisées. L'autre enquête a été réalisée par la CGEM entre le 17 avril et le 1er mai et est basée sur les réponses de 1740 entreprises. Ses principaux résultats préliminaires indiquent que les entreprises sondées redoutent la perte de près de 166 mille emplois, soit 55,1% de leurs effectifs.

Au niveau du marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont fléchi, en glissement trimestriel, de 1,6% au premier trimestre 2020 et le nombre de transactions s'est contracté de 31,2%, traduisant des replis des ventes de l'ensemble des catégories. Concernant le marché boursier, le MASI a accusé une forte baisse de 20,3% au terme du premier trimestre de 2020, comparativement au trimestre précédent et le volume des transactions est revenu de 25,9 milliards à 15,8 milliards. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a reculé de 19,7% d'un trimestre à l'autre, s'établissant désormais à 503 milliards de dirhams.

Pour ce qui est de l'inflation, après s'être établie à 1,4% en moyenne au premier trimestre 2020, elle est revenue à 0,9% en avril, dans un contexte marqué, au niveau international, par un reflux sensible des cours des produits pétroliers et, au niveau national par les dispositions prises dans le cadre de la lutte contre la propagation de la pandémie du Covid-19 et l'avènement du mois de Ramadan. Cette évolution est imputable au net repli de 24,2% au lieu d'une hausse de 3,7% des prix des carburants et lubrifiants. En revanche, la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils s'est accélérée de 5,6% à 6,8% et l'inflation sous-jacente est passée de 0,7% à 0,9%. Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont évolué au même rythme qu'au trimestre précédent, en l'absence de décisions gouvernementales afférentes.

En termes de perspectives, s'il est clair que l'économie mondiale connaîtrait une forte récession en 2020, la quantification de son ampleur reste difficile au regard de l'évolution rapide et incertaine de la situation. Le rythme de propagation de la pandémie dans les mois à venir, l'impact des différentes restrictions mises en place et des mesures de soutien et de relance, ainsi que les changements de comportement des différents agents économiques se traduisent par une forte incertitude autour des perspectives économiques. Certaines banques centrales ont reporté la publication de leurs prévisions jusqu'à ce que la situation connaisse une certaine stabilisation, alors que d'autres ont opté pour l'élaboration de plusieurs scénarios d'évolution. Les institutions qui ont publié leurs prévisions, telles que le FMI ou le réseau GPMN sur lequel se base BAM dans ses projections, ont émis des avertissements sur le degré exceptionnellement élevé des incertitudes qui les entourent.

Ainsi, selon les prévisions du réseau GPMN de fin mai, l'économie américaine devrait se contracter de 6,4%, marquant ainsi la fin d'une décennie d'expansion et connaîtrait une reprise en 2021, toutefois entourée d'importantes incertitudes en lien en particulier avec la recrudescence des tensions commerciales avec la Chine. Dans la zone euro, et après une hausse de 1,2% en 2019, le PIB reculerait de 8,2% en 2020 avant d'afficher un accroissement limité de 3,9% en 2021, en raison notamment de l'hétérogénéité de ses économies et l'accumulation des difficultés budgétaires dans plusieurs d'entre elles. S'agissant des conditions sur le marché du travail, le taux

de chômage devrait marquer une hausse exceptionnelle aux Etats-Unis et augmenterait modérément dans la zone euro, en raison du recours aux dispositifs du chômage partiel.

Dans les principaux pays émergents, la Chine connaîtrait une baisse de son PIB de 5,1% en 2020, suivie d'une hausse de 9,6% en 2021. De même, en Inde, le PIB devrait fléchir de 1% en 2020 et s'améliorerait de 8,8% en 2021.

Sur les marchés des matières premières, l'accord convenu par les membres de l'OPEP+ pour réduire la production à compter du 1<sup>er</sup> mai ne devrait que partiellement compenser l'effet de la forte baisse de la demande mondiale sur les prix du pétrole. Le cours du Brent en particulier devrait reculer de 64 dollars le baril en moyenne en 2019 à près de 40 dollars en 2020, avant de remonter à 52,5 dollars en 2021. Concernant les prix des produits alimentaires, ils connaîtraient une diminution de 2,7% en 2020 dans un contexte d'offre excédentaire et de baisse de la demande mondiale avant de rebondir en 2021. Quant aux phosphates et dérivés, le cours du DAP en particulier devrait reculer de 306,4 dollars la tonne en 2019 à 285 dollars en 2020 avant de passer à 295 dollars en 2021.

Dans ces conditions, l'inflation devrait baisser significativement en 2020 avant de se redresser en 2021. Aux Etats-Unis, après une décélération prévue à 0,9%, elle convergerait vers l'objectif de la FED en 2021, avec un taux prévu à 2,4%. Dans la zone euro, elle s'établirait à 0,5% en 2020 après 1,2% en 2019, avant de remonter à 1,3% en 2021.

Au niveau national, hormis les données financières, celles des comptes extérieurs et de l'inflation, les données officielles disponibles à fin avril sont relatives à la période précédant la mise en place des restrictions et mesures prises dans le cadre des efforts pour contenir la propagation du virus du Covid-19. Elles n'intègrent pas encore de ce fait l'impact de ces mesures qui devrait être significatif au regard de l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs branches de l'économie. Ces évolutions sont confirmées par les résultats de quelques enquêtes qualitatives ponctuelles menées par certaines institutions auprès des entreprises qui montrent des baisses significatives de l'activité et de l'emploi.

Malgré ce contexte, BAM a opté pour la publication de ses projections, mais celles-ci devraient être interprétées en tenant compte de la grande incertitude qui les entoure en raison du contexte exceptionnel. Les prévisions de plusieurs agrégats ont été élaborées sur la base de scénarios d'évolution de leurs principaux déterminants en fonction des données existantes, mais parfois d'hypothèses qui paraissent les plus plausibles. Ces scénarios ont été développés pour les deux premiers trimestres de l'année et ont été intégrés dans le modèle central de prévision (MQPM) en supposant la fin du confinement le 10 juin et une reprise rapide sous forme de V, soutenue par les mesures mises en place par le Comité de Veille Economique et par Bank Al-Maghrib. Si de telles considérations ne se matérialisent pas, ces prévisions seraient actualisées de manière significative au fur à mesure de la disponibilité des données.

Au plan de la surveillance macroprudentielle, le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques a poursuivi ses réunions hebdomadaires pour analyser l'évolution de la stabilité financière dans notre pays, celles-ci ne faisant ressortir jusqu'à présent aucune inquiétude particulière.

Ainsi, au plan des comptes extérieurs, les exportations devraient accuser une baisse de 15,8% en 2020, qui concernerait pratiquement l'ensemble des secteurs et augmenteraient de 30,8% en 2021, avec la hausse attendue pour la construction automobile. De même, les importations diminueraient de 10,7% en 2020, en lien notamment avec l'allègement de la facture énergétique avant d'augmenter de 11,2% en 2021. Pour leur part, les recettes de voyage devraient reculer de 60%, impactées par la fermeture des frontières et des craintes de contamination au Covid-19, avant de s'améliorer de 60% en 2021. De même, les transferts des MRE devraient connaître une contraction de 25% en 2020 et s'accroître de 5,2% en 2021. Au total, le déficit du compte courant se creuserait à 10,3% du PIB en 2020 avant de s'alléger à 5,8% en 2021. En ce qui concerne les recettes d'IDE, elles reculeraient à 1,5% du PIB en 2020 contre 2,9% en 2019, suite à la montée des incertitudes sur l'évolution de l'économie mondiale, avant d'augmenter à 3,2% du PIB en 2021.

Dans ces conditions, et sous les hypothèses d'une sortie à l'international du Trésor pour des montants de 10 milliards de dirhams en 2020 et de 10,8 milliards en 2021 et d'une hausse des prêts bilatéraux et multilatéraux à près de 40 milliards en 2020 et de 20 milliards en 2021, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrif se situeraient à 218,6 milliards de dirhams à fin 2020 et 221,7 milliards au terme de 2021, assurant une couverture autour de 5 mois d'importations de biens et services. Tenant compte également des évolutions prévues de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire s'accroîtrait à 153,9 milliards de dirhams à fin 2020 et à 170,9 milliards au terme de 2021. Concernant les conditions monétaires, le taux de change effectif réel, après s'être apprécié en 2019, devrait se déprécier sur l'horizon de prévision, résultat d'une dépréciation en termes nominaux ainsi que d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression décélérerait à 1,9% en 2020 avant de remonter à 2,6% en 2021.

Sur le volet des finances publiques, sur la base des estimations disponibles, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait s'aggraver de 4,1% du PIB en 2019 à 7,6% en 2020 avant de s'atténuer à 5% en 2021.

Pâtissant de l'effet conjugué de la sécheresse et des mesures prises pour limiter la propagation de la pandémie du Covid-19, le PIB devrait accuser une baisse de 5,2%, la plus forte depuis 1996. La valeur ajoutée agricole connaîtrait une contraction de 4,6%, avec une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 30 millions de quintaux, et celle des activités non agricoles enregistrerait une diminution de 5,3% en lien avec la contraction de la demande étrangère et l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs au cours du premier semestre de l'année. En 2021, la croissance marquerait un rebond à 4,2%, avec une augmentation de la valeur ajoutée agricole de 12,4%, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 75 millions de quintaux, et une amélioration du rythme des activités non agricoles à 3,1%.

Dans ce contexte, de faibles pressions inflationnistes émanant de la demande et des niveaux bas des cours des matières énergétiques, l'inflation devrait s'accroître pour atteindre 1% en 2020 et en 2021, après 0,2% en 2019. Sa composante sous-jacente se situerait à 0,8% en 2020 et à 0,7% en 2021, après s'être établie à 0,5% en 2019.

La balance des risques ressort orientée à la baisse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation. Du côté de la croissance, et en dépit du redressement attendu de l'activité, la période du confinement pourrait être plus dommageable que prévu. A cela s'ajoutent les incertitudes élevées et les répercussions négatives de la récession





sur les capacités de production et le comportement des agents économiques. Sur le plan externe, cette pandémie pourrait également avoir des effets plus importants et persistants, ce qui induirait une reprise plus lente que retenu dans le scénario de base de la demande étrangère et donc de la croissance nationale. Des incertitudes plus élevées que d'habitude entourent également les projections d'inflation, étant donné le double choc d'offre et de demande induit par la pandémie du Covid-19. Les risques à la baisse domineraient en raison notamment de la lente reprise de la demande mais également d'une probable escalade dans la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine qui impacterait négativement la croissance mondiale. Pour leur part, les pressions haussières sur les prix de certains produits pourraient émaner des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de l'accroissement des coûts de production.

بنك المغرب  
بنك المغرب خير

## 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les mesures drastiques de confinement mises en place par les pouvoirs publics de par le monde face à la propagation de la pandémie Covid-19 ont donné lieu à une forte contraction de l'activité économique mondiale. Les données des comptes nationaux relatives au premier trimestre intègrent, à des degrés différents selon les pays, l'impact de la crise. Elles montrent une forte décélération de la croissance aux Etats-Unis et une baisse du PIB dans la zone euro, au Royaume-Uni, au Japon et en Chine où la pandémie a commencé. Dans les autres principales économies émergentes, les données indiquent une décélération de la croissance en Inde et un léger repli du PIB au Brésil, alors qu'en Russie, les chiffres du quatrième trimestre, qui n'intègrent pas l'effet de la crise, font ressortir un raffermissement de la croissance. Sur le marché du travail, la situation s'est fortement détériorée dans les pays avancés, avec un taux de chômage de 13,3% aux Etats-Unis. Quant aux marchés financiers, ils ont connu en mai une relative atténuation de l'aversion au risque suscitée par la crise sanitaire, les principaux indices boursiers des économies avancées et émergentes ayant rebondi et les taux obligataires souverains s'étant globalement détendus. Sur les marchés des matières premières, après s'être inscrit dans une tendance baissière depuis le début de l'année, le cours du pétrole a été en hausse d'un mois à l'autre en mai, sous l'effet notamment de la baisse de la production des pays de l'OPEP+. Pour leur part, les cours des produits hors énergie sont ressortis en diminution en glissement annuel, tirés notamment par ceux des métaux et minerais. Concernant l'inflation, elle a décéléré aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro.

### 1.1 Activité économique et emploi

#### 1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, la croissance a nettement ralenti au premier trimestre de cette année passant de 2,3% à 0,3%, traduisant principalement une forte baisse de la consommation privée. Dans le même sens, elle a marqué un recul dans la zone euro à -3,2% après 1%, reflétant un repli du PIB en France de 5% après un accroissement de 0,9%, résultat de la diminution de la demande privée. Les mêmes facteurs ont induit une contraction de 2,3% en Allemagne après une croissance de 0,4%. De même, le taux de croissance a baissé à -4,1% après 1,8% en Espagne et à -5,5% après 0,1% en Italie, en lien avec une contribution négative de la demande intérieure et de celle extérieure.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité économique a baissé au premier trimestre à -1,6% contre 1,1%, en liaison principalement avec la chute de l'investissement et de la consommation des ménages. Pareillement, le PIB japonais a de nouveau baissé de -2,2%, après -0,7%, sous l'effet essentiellement du repli de l'investissement public et des exportations nettes.

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

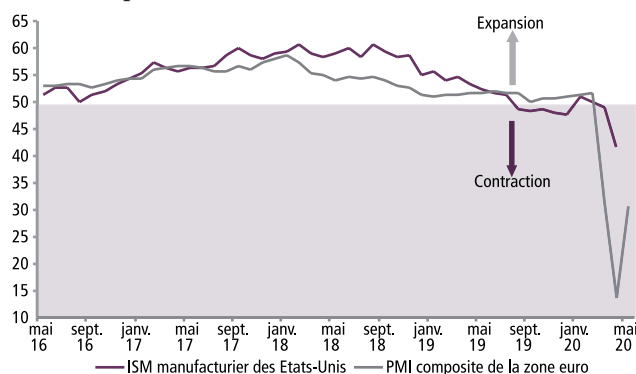
	2017		2018			2019			2020		
	T1	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
<b>Pays avancés</b>											
<b>Etats-Unis</b>	2,4	2,8	2,9	3,2	3,1	2,5	2,7	2,3	2,1	2,3	0,3
<b>Zone euro</b>	2,9	3,0	2,6	2,2	1,6	1,2	1,4	1,2	1,3	1,0	-3,2
France	2,9	3,1	2,4	1,9	1,6	1,4	1,7	1,8	1,6	0,9	-5,0
Allemagne	3,0	3,4	2,3	2,1	1,1	0,6	1,0	0,3	0,7	0,4	-2,3
Italie	1,6	1,9	1,3	0,9	0,5	0,1	0,3	0,4	0,5	0,1	-5,5
Espagne	2,8	3,0	2,8	2,3	2,2	2,1	2,2	2,0	1,9	1,8	-4,1
<b>Royaume-Uni</b>	1,8	1,6	1,1	1,3	1,6	1,4	2,0	1,3	1,3	1,1	-1,6
<b>Japon</b>	2,4	2,6	0,9	1,0	-0,4	-0,3	0,8	0,9	1,8	-0,7	-2,2
<b>Pays émergents</b>											
<b>Chine</b>	6,9	6,8	6,9	6,9	6,7	6,5	6,4	6,2	6,0	6,0	-6,8
<b>Inde</b>	6,1	7,1	7,6	6,9	6,1	5,6	5,6	4,8	4,3	3,5	3,0
<b>Brésil</b>	1,6	2,4	1,5	1,1	1,5	1,2	0,6	1,1	1,2	1,7	-0,3
<b>Turquie</b>	11,6	7,3	7,4	5,6	2,3	-2,8	-2,3	-1,6	1,0	6,0	4,5
<b>Russie</b>	2,6	1,0	2,2	2,6	2,5	2,8	0,4	1,1	1,5	2,1	n.d

Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, la croissance s'est sensiblement contractée en Chine revenant de 6% à -6,8% au premier trimestre, en raison principalement de la baisse de la production du secteur industriel et de l'activité du secteur des services. Pour les autres principales économies émergentes, le rythme de progression de l'activité a poursuivi sa décélération en Inde à 3% après 3,5%, impactée principalement par la baisse de la construction et le ralentissement notamment des services financiers, de l'hôtellerie et des transports. Au Brésil, le PIB a reculé de 0,3% après un accroissement de 1,7%, reflétant une baisse des secteurs tertiaire et industriel. En revanche, les données de l'activité de la Russie, qui restent celles du quatrième trimestre 2019 et qui n'intègrent pas l'effet de la crise sanitaire, font ressortir une consolidation de la croissance, passant de 1,5% à 2,1%, grâce à l'accélération du rythme de progression de l'investissement.

Les indicateurs avancés de l'activité du mois de mai montrent les prémices d'une reprise dans les pays avancés. Ainsi, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a marqué une progression à 43,1 en mai contre 41,5 en avril. De même, l'indice PMI composite de la zone euro a enregistré une hausse à 31,9 en mai après son plus bas de 13,6 affiché 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

Aux Etats-Unis, l'épidémie du covid-19 continue de peser lourdement sur le marché du travail, engendrant des niveaux très élevés du taux de chômage. Celui-ci est passé de 4,4% en mars à 14,7% en avril, avant de baisser légèrement à 13,3% en mai. Cette aggravation s'est accompagnée par de fortes destructions d'emplois de l'ordre de 20,7 millions de postes en avril, contre une création de 2,5 millions en mai.

Dans la zone euro, le taux de chômage a enregistré une hausse à 7,3%, après 7,1% un mois auparavant. Dans les principaux pays de la zone, à l'exception de la France et de l'Espagne où ce taux a augmenté à 8,7% et 14,8% respectivement contre 7,6% et 14,2% le mois précédent, il est resté stable à 3,5% en Allemagne, et a, en revanche, reculé à 6,3% en Italie contre 8,0% un mois auparavant.

Au Royaume-Uni, les données les plus récentes, qui restent celles du mois de février 2020, font ressortir une baisse de ce taux à 3,9%.

**Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage (en%)**

(En%)	2018	2019	2019		2020
			mars	avril	mai
<b>Etats-Unis</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>	<b>14,7</b>	<b>13,3</b>
<b>Zone euro</b>	<b>8,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>N.D</b>
France	9,0	8,5	7,6	8,7	N.D
Allemagne	3,4	3,2	3,5	3,5	N.D
Italie	10,6	10,0	8,0	6,3	N.D
Espagne	15,3	14,1	14,2	14,8	N.D
<b>Royaume-Uni</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>

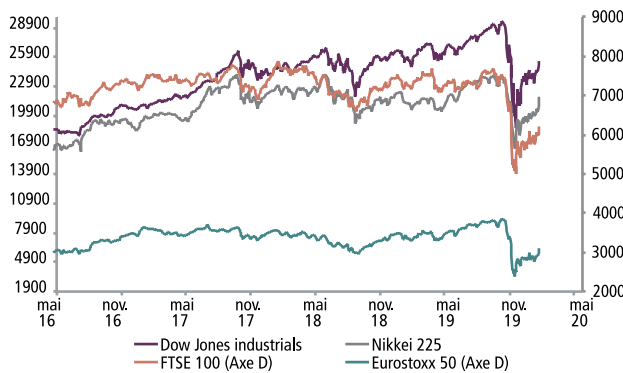
Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

Après avoir été sous pression extrême à la fin du premier trimestre 2020, les principales places boursières ont poursuivi leur rebond en mai, soutenues entre autres par les réouvertures graduelles de l'activité économique, ainsi que par l'espoir de développement d'un vaccin

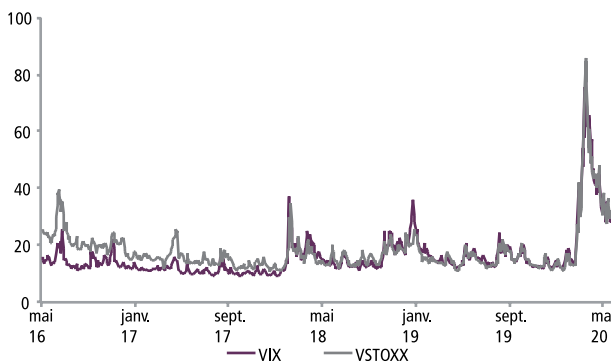
plus tôt que prévu. Au niveau des pays avancés, le Dow Jones industriels est ressorti en accroissement d'un mois à l'autre de 3,9%, l'EuroStoxx 50 de 2%, le FTSE 100 de 3,7% et le Nikkei 225 de 5,7%. Parallèlement, la volatilité sur les marchés américains et européens a continué de s'atténuer, le VIX et le VSTOXX reculant de près de 10 points à 31 et 32 respectivement. Pour ce qui est des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une appréciation de 3,4%, avec des hausses de 2,4% pour la Chine, de 4,1% pour l'Inde et de 4,3% pour le Brésil.

**Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**



Source : Thomson Reuters.

**Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX**

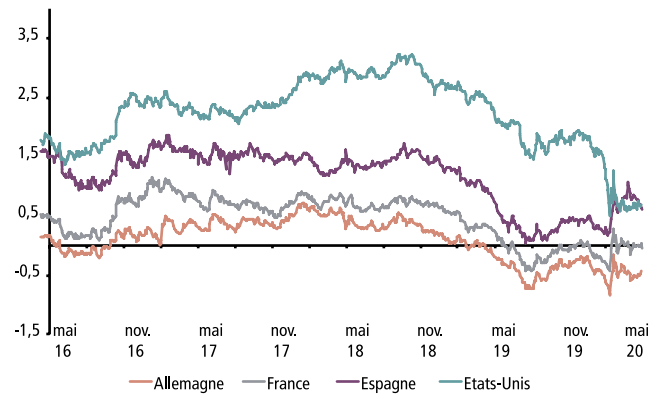


Source : Thomson Reuters.

S'agissant des rendements des obligations d'Etat à 10 ans, ils ont baissé, entre avril et mai, dans les principales économies de la zone euro à -0,5% pour l'Allemagne, à 0% pour la France, à 0,8% pour l'Espagne et à 1,7% pour l'Italie. En revanche, ce taux a augmenté pour les bons du Trésor américain à 0,7%. Du côté des pays émergents, le taux à 10 ans

a progressé à 2,6% pour la Chine et à 7,6% pour le Brésil, alors qu'il a nettement régressé à 6% pour l'Inde et à 12,3% pour la Turquie.

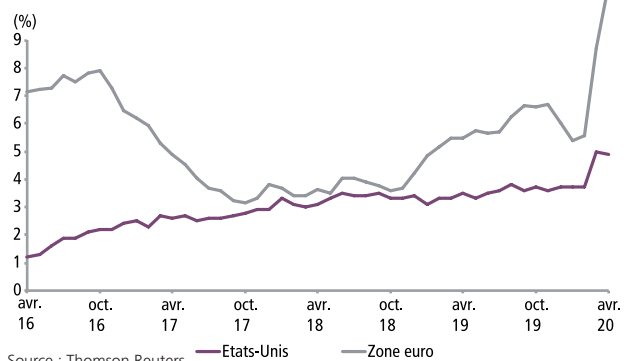
**Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans**



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est quasiment stabilisé à -0,3% en mai, alors que le Libor de même maturité a fortement diminué, revenant de 1,1% à 0,4%. Concernant le crédit bancaire, sa progression s'est de nouveau sensiblement accélérée aux Etats-Unis, passant de 8,7% en mars à 11% en avril, tandis qu'elle a ralenti de 5% à 4,9% dans la zone euro.

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

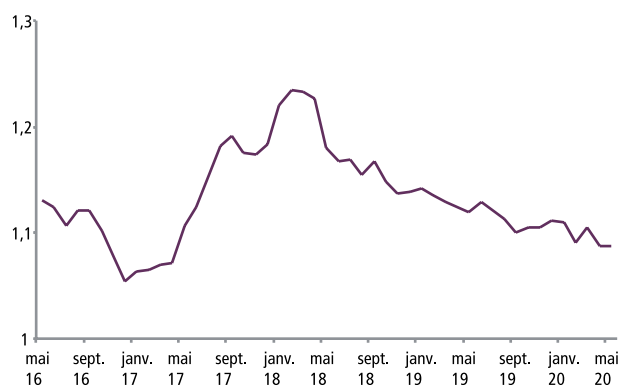


Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés des changes, la parité euro/dollar est demeurée quasi stable en mai à 1,09. L'euro s'est toutefois apprécié de 1,2% par rapport à la livre sterling, alors qu'il s'est déprécié de 0,3% vis-à-vis du yen japonais. Au niveau des principales économies

émergentes, à l'exception de la roupie indienne qui a perdu 0,7% de sa valeur face au dollar, les autres monnaies ont poursuivi leur appréciation, gagnant 0,4% pour le renminbi, 6,2% pour le real brésilien et 1,1% pour la livre turque.

**Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar**



Source : Thomson Reuters.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire (encadré 1.1), la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 4 juin, un ensemble de mesures pour soutenir l'économie de la zone dans sa reprise graduelle et préserver la stabilité des prix à moyen terme. Elle a ainsi maintenu ses taux d'intérêt directeurs inchangés ainsi que ses orientations prospectives. En parallèle, elle a décidé de rehausser le montant des achats menés dans le cadre du programme temporaire d'achat d'urgence d'actifs face à la pandémie (PEPP) de 600 milliards d'euros, le portant à un total de 1350 milliards d'euros, et de prolonger l'horizon des achats jusqu'à au moins fin juin 2021, au lieu de fin 2020 communiqué auparavant.

Pour sa part, après les baisses opérées le 03 et le 15 mars, la FED a décidé, le 10 juin, de garder de nouveau inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle prévoit de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce qu'elle soit confiante que l'économie a dépassé les récents événements et que celle-ci est sur la trajectoire d'atteindre ses objectifs de plein-emploi et de stabilité des prix. Par ailleurs, et afin de soutenir les flux de crédit vers les ménages et les entreprises, la FED augmentera ses achats de titres du Trésor et des titres

hypothécaires et ce, au moins au rythme actuel, pour assurer le bon fonctionnement du marché, favorisant ainsi une transmission efficace de la politique monétaire aux conditions financières plus larges. Elle a également réitéré qu'elle s'engage à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie américaine dans ces temps difficiles.

Quant à la Banque d'Angleterre, à l'issue de la réunion de son Comité de politique monétaire du 6 mai, elle a décidé de garder inchangé son taux directeur à 0,1% et de poursuivre son programme d'achats d'obligations notées « investment-grade » du gouvernement britannique et d'entreprises non financières britanniques de 200 milliards de livres sterling, portant ainsi le stock total à 645 milliards de livres sterling.

Au niveau des principaux pays émergents, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, le 22 mai, de réduire de 40 points de base à 4% son taux directeur et à 3,75% celui de prise en pension dans le cadre de la facilité d'ajustement de liquidité. Elle a, en parallèle, indiqué qu'elle poursuivra son orientation accommodante aussi longtemps que nécessaire pour relancer la croissance et atténuer l'impact du Covid-19 sur l'économie et ce, tout en s'assurant que l'inflation demeure proche de sa cible.

Pour sa part, la Banque centrale du Brésil a réduit, le 6 mai, son taux directeur de 75 points de base à 3%. Elle a indiqué toutefois que les changements dans la balance des risques se sont accrus et que davantage d'informations sur les effets économiques de la pandémie ainsi que la baisse des incertitudes budgétaires seront essentiels pour déterminer ses prochaines actions.

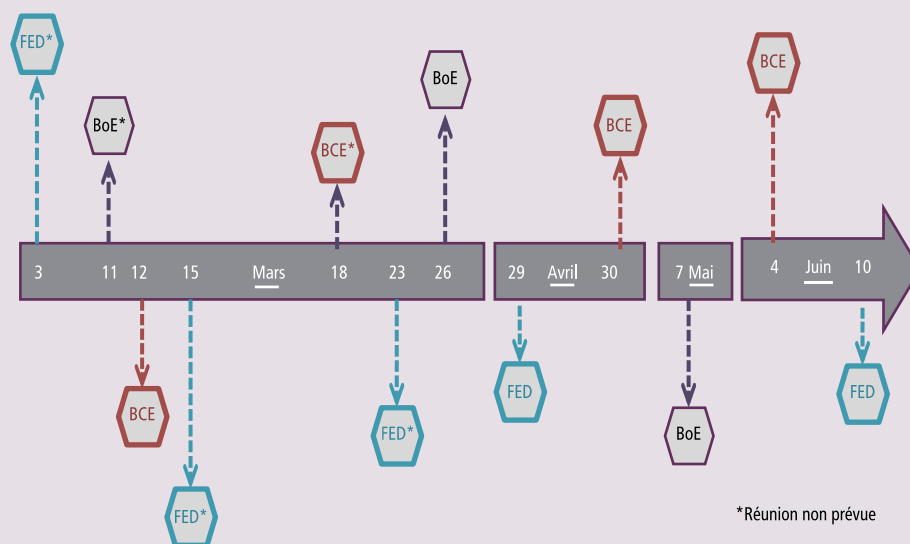
De son côté, la Banque centrale de Russie a décidé, lors de sa dernière réunion du 24 avril, d'abaisser son taux directeur de 50 pb, le ramenant à 5,5%. Elle a indiqué avoir revu ses prévisions centrales et prévoit d'adopter désormais une orientation accommodante de sa politique monétaire.

## Encadré 1.1 : Les mesures prises par les banques centrales et gouvernements des principaux pays avancés en réponse au choc du Covid-19

Pour amortir l'impact sans précédent du choc de la pandémie du Covid-19, les banques centrales de par le monde ont déployé des mesures à un rythme et d'une ampleur inédite afin de soutenir l'économie et le système financier. Celles-ci ont accompagné et complété les plans drastiques, sur le plan budgétaire notamment, mis en place par les gouvernements. Elles ont porté essentiellement sur des réductions des taux, des achats massifs d'actifs, des injections de liquidité et un soutien des flux de crédit. Sur le plan prudentiel, plusieurs autorités monétaires ont assoupli leurs exigences en termes de fonds propres et de liquidités, permettant ainsi de libérer de la liquidité à l'économie.

Par ailleurs, 6 banques centrales<sup>1</sup> se sont concertées pour améliorer l'octroi de liquidités au moyen d'accords permanents de swap en dollars américains. Elles ont ainsi décidé de réduire le taux pratiqué, d'étendre l'échéance et augmenter la fréquence et ce, aussi longtemps que nécessaire pour favoriser le bon fonctionnement des marchés de financement en dollars. Sur ce même registre, la Fed a conclu des accords temporaires avec 9 banques centrales<sup>2</sup> et a créé une facilité destinée aux autres. De son côté, la BCE a réactivé l'accord de swap conclu avec la banque du Danemark et mis en place des arrangements préventifs temporaires avec les banques de la Croatie et de la Bulgarie.

### Calendrier des décisions de politique monétaire de la FED, la BCE et la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon (BoJ)



<sup>1</sup>Banque d'Angleterre, Banque du Canada, BCE, FED, Banque du Japon et Banque nationale Suisse.

<sup>2</sup> Australie, Brésil, Corée du Sud, Danemark, Mexique, Norvège, Nouvelle Zélande, Singapour et Suède.

**Tableau récapitulatif des principales mesures prises par la FED, la BCE, BoE et BoJ**

	<b>Décision de taux</b>	<b>Programmes d'Achats d'actifs</b>	<b>Facilités de prêt</b>
<b>FED</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Réduction de 150 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%] et le taux d'escompte à 0,25%, effective le 16 mars 2020.</li> <li>• Baisse, à compter du 26 mars 2020, du ratio de la réserve obligatoire à 0%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relance initiale des achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars de bons du Trésor et de prêts immobiliers titrisés (MBS), répartis respectivement pour des montants de 500 et 200 milliards de dollars, puis à hauteur des montants nécessaires pour soutenir le bon fonctionnement du marché et la transmission efficace de la politique monétaire aux conditions financières et à l'économie. Les achats de titres adossés à des créances hypothécaires incluront celles commerciales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mise en place de 9 facilités, certaines réactivées d'autres nouvellement créées :             <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) Primary Dealer Credit Facility (PDCF) : une facilité à travers laquelle la Fed accorde des prêts contre de bons collatéraux aux "primary dealers" qui sont des intermédiaires essentiels sur les marchés de financement à court terme.</li> <li>(2) Commercial Paper Funding Facility (CPFF) et (3) Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) : ces deux facilités disposent de fonds fournis par le Trésor afin de protéger la Fed des pertes éventuelles.</li> <li>(4) Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) : ce dispositif a pour objectif de soutenir les flux de crédit vers les consommateurs et les petites entreprises.</li> <li>(5) Primary Market Corporate Credit Facility et (6) Secondary Market Corporate Credit Facility : ces deux facilités permettent principalement d'acheter des obligations émises par des sociétés américaines de qualité « investissement » à la date du 22 mars 2020.</li> <li>(7) Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF), un dispositif de soutien à l'octroi de crédits aux petites entreprises et (8) Main Street Lending Program (MSLP), conçu pour fournir des prêts aux PME ayant été en bonne situation financière avant la pandémie, et assouplissement des conditions à leur accès.</li> <li>(9) Municipal Lending Facility : facilité permettant l'achat direct de la dette à court terme des Etats, des départements, des villes...</li> </ol> </li> </ul>
<b>BCE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maintien inchangés des taux d'intérêt directeurs.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Une enveloppe temporaire d'achats nets supplémentaires d'actifs (APP) d'un montant de 120 milliards d'euros qui s'ajoute à l'actuel APP de 20 milliards d'euros.</li> <li>• Lancement d'un nouveau programme temporaire d'achat d'actifs- Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP- d'un montant global initial de 750 milliards d'euros puis son augmentation de 600 milliards d'euros à un total de 1350 milliards. Le PEPP sera flexible au fil du temps, entre les classes d'actifs et entre les juridictions. Les achats seront effectués jusqu'à au moins fin juin 2021 et dans tous les cas jusqu'à ce que la BCE juge que la phase de crise est terminée.</li> <li>• Elargissement de la gamme d'actifs éligibles au titre du programme d'achat du secteur des entreprises (CSPP) au papier commercial non financier, et assouplissement des normes de garantie en ajustant les principaux paramètres de risque du cadre de garantie.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mise en place temporairement d'opérations de refinancement de long terme (LTRO). Celles-ci fourniront de la liquidité à des conditions favorables assurant ainsi la transition jusqu'à l'opération TLTRO III prévue en juin 2020.</li> <li>• Assouplissement des conditions des TLTRO III en abaissant leur taux de 50 pb par rapport au taux de refinancement, de juin 2020 à juin 2021 (soit à -0,5%). Pour les établissements bancaires ayant atteint leur seuil de performance de crédit, le taux sera inférieur de 50 pb au taux de dépôt (soit à -1%).</li> <li>• Lancement d'une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non-ciblées d'urgence contre la pandémie (PELTRO). Elles consistent en 7 opérations de refinancement additionnelles, débutant en mai 2020 et arrivant à échéance selon un calendrier échelonné entre juillet et septembre 2021 en ligne avec la durée des mesures d'assouplissement des garanties. Elles seront exécutées sous forme d'appels d'offres à taux fixe avec attribution intégrale, avec un taux d'intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des principales opérations de refinancement prévalant sur la durée de maturité de chaque PELTRO.</li> </ul>



<b>BoE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diminution du taux directeur de 65 pb à 0,1%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Augmentation du programme d'achats d'obligations notées « investment-grade » du gouvernement britannique et d'entreprises non financières britanniques de 200 milliards de livres sterling, portant ainsi le stock total à 645 milliards de livres sterling.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mise en place pour les banques d'un programme de financement à long terme (Term Funding Scheme) avec des incitations additionnelles en vue de soutenir les PME. Ce programme fournira, au cours des 12 prochains mois, un financement pour une période de 4 ans et à un taux égal, ou très proche, du taux directeur. Le montant de financement, établi initialement à un minimum de 5% du stock des prêts bancaires, a été augmenté à 10%. Des financements supplémentaires seront disponibles pour les banques qui accroissent leurs prêts, en particulier aux PME.</li> <li>• Lancement, conjointement avec le Trésor, d'un programme de financement des entreprises (Covid Corporate Financing Facility – CFFF), qui est une facilité de financement illimitée pour les grandes entreprises s'étalant sur une période de 12 mois au minimum.</li> </ul>
<b>BoJ</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Maintien inchangé du taux directeur à -0,1%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Achat des bons du Trésor japonais dans les montants nécessaires sans limite pour garder le taux souverain à 10 ans proche de 0%.</li> <li>• Rehaussement des achats annuels de des commercial papiers et corporate bonds à 2.000 et 3.000 milliards de yens respectivement.</li> <li>• Augmentation des achats annuels dans le cadre des Exchange-traded funds (ETFs) à 12.000 milliards de yens et dans le cadre du Japan real estate investment trusts (J-REITS) à 180 milliards de yens.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Introduction d'un Special Funds-Supplying operations, une facilité sur un an qui offrirait des prêts sur la dette des entreprises en garantie à un taux d'intérêt de 0%.</li> </ul>

Pour ce qui est des décisions des gouvernements, et plus particulièrement aux Etats-Unis, le Congrès a adopté la loi sur le Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES act), un plan budgétaire doté d'une enveloppe de 2200 milliards de dollars, qui devrait permettre à la Fed ainsi qu'au Trésor d'établir les nombreux programmes de prêts susmentionnés. En effet, outre les prêts garantis aux entreprises, le CARES inclut des transferts de l'Etat fédéral aux ménages américains au moment où les indemnités de chômage varient selon les Etats avec toutefois une contribution de l'administration fédérale de 600 dollars par semaine. Un nouveau plan de relance de 3000 milliards de dollars, proposé par le Parti démocrate, a été adopté le 15 mai par la chambre des représentants, pour pallier les effets de la pandémie, mais son adoption par le Sénat reste incertaine.

Au niveau de l'Union européenne, chaque pays membre a entrepris des mesures d'urgence selon la propagation de la pandémie en son sein. A titre d'exemple, les autorités allemandes ont mis en place une réponse budgétaire nommée « bouclier de protection des entreprises et des salariés » qui s'articule autour de 4 piliers : (i) un assouplissement du recours au chômage partiel ; (ii) des aides fiscales aux entreprises ; (iii) un soutien à la liquidité des entreprises par le biais de la banque publique d'investissement (KfW) ; et (iv) le renforcement de la cohésion européenne. Elles ont annoncé, en début du mois de juin, un plan de relance de 130 milliards d'euros pour le reste de cette année et pour 2021. Ce plan prévoit entre autres une réduction temporaire de la TVA, une prime de 300 euros par enfant, des incitations pour les achats de véhicules. Quant à l'Espagne, elle a annoncé un dispositif de chômage partiel d'un montant de 18 milliards d'euros, un soutien aux PME et aux travailleurs indépendants via une baisse d'imposition, des reports de paiement, et des moratoires ainsi que des mesures visant les ménages vulnérables d'une enveloppe de 1,5 milliards d'euros. L'Etat fournira également une ligne de garantie d'un montant de 100 milliards d'euros pour la facilitation des crédits aux entreprises et aux travailleurs indépendants.

L'Eurogroupe a mis en place en date du 09 avril un plan d'un montant total de 540 milliards d'euros pour lutter contre les effets économiques de la crise du Covid-19, incluant les dépenses budgétaires directes et d'autres soutiens financiers. Parallèlement, la Commission européenne, plaidant pour une action conjointe, a proposé un nouvel instrument de relance, appelé « Next Generation EU », doté d'une enveloppe de 750 milliards d'euros. Ce dernier a pour finalité d'investir dans la réparation du tissu social, de protéger le marché unique et d'aider au rééquilibrage des bilans financiers en Europe et ce, tout en garantissant la neutralité sur le plan climatique et une transition numérique. Il sera ainsi réparti comme suit : 500 milliards d'euros sous forme de subventions et 250 milliards sous forme de prêts accordés aux Etats membres.

De son côté, le gouvernement britannique a annoncé un plan d'aide de 12 milliards de livres Sterling dont 5 milliards £ pour soutenir les services publics, notamment de santé, et 7 milliards £ destinés aux ménages et aux entreprises. Les mesures conjointes avec la BoE ont porté sur des prêts garantis par l'Etat à travers deux facilités : Covid Corporate Financing Facility (CCFF) et Coronavirus Business Interruption Loan Scheme. En matière de sauvegarde de l'emploi, le gouvernement a lancé le Coronavirus Job Retention Scheme qui prend en charge 80% du salaire de tout employé en congé forcé, et a mis en place en parallèle un plan d'aide pour les autoentrepreneurs (Self-employed Income Support Scheme) qui verse des aides directes à hauteur de 80% des profits. Les deux mesures sont plafonnées à 2500 £ par mois pour une durée d'au moins 3 mois.

Pour sa part, le gouvernement japonais a annoncé un paquet de mesures pour un montant de 108.000 milliards de yens, soit l'équivalent de 20% du PIB. Ce dernier comprend des soutiens directs aux ménages et aux PME, des prêts à taux faibles accordés par les institutions financières publiques, des garanties de prêt, l'extension du programme de subventions en faveur de l'ajustement de l'emploi et des reports de charges fiscales.

## 1.3 Prix des matières premières et inflation

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, la tendance baissière observée depuis le début de l'année s'est inversée en mai, avec une hausse mensuelle de 20,2% du prix moyen du Brent à 32,3 dollars le baril. Les cours ont été soutenus par la réduction historique de la production de pétrole annoncée le 12 avril par les pays de l'OPEP+, consistant en une diminution de 9,7 millions de barils (mbj) par jour pour deux mois à partir du 1er mai, avant un ajustement à 7,7 mbj jusqu'à fin décembre 2020, ainsi que par la perspective d'une reprise de la demande alors que certains pays envisagent ou poursuivent l'assouplissement des mesures de confinement. En glissement annuel, le cours du Brent reste en nette baisse de 54,2% en mai (Encadré n°1.2).

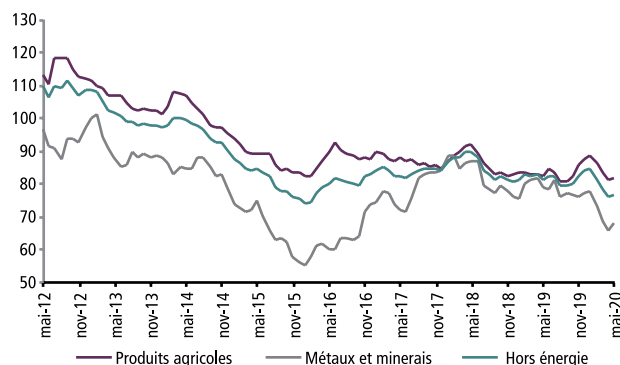
Le prix du gaz naturel sur le marché européen s'est établi à 1,58 dollars le mBTU en mai, soit un recul de 25,7% en glissement mensuel et de 63,7% en variation annuelle. Cette évolution s'explique par une diminution de la consommation combinée à une surproduction chez les principaux fournisseurs du continent européen et au même temps par la baisse des capacités de stockage de ce dernier.

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

Source : Thomson Reuters.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

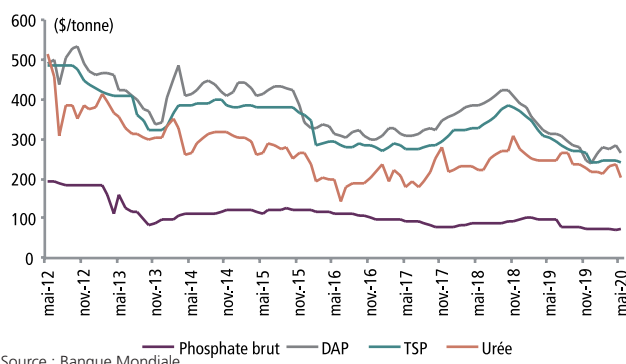
Les cours des produits hors énergie ont reculé en mai de 5,5% en glissement annuel, tirés principalement par ceux des métaux et minerais. Ces derniers ont marqué un repli de 13,5%, alors que les prix des produits agricoles ont enregistré une baisse modérée de 0,8%. S'agissant du blé dur, son prix a marqué une diminution de 6% d'un mois à l'autre, suite notamment au regain de tensions entre les Etats-Unis et la Chine, qui suscite des craintes, surtout chez les producteurs américains, d'une baisse des exportations vers la Chine. En revanche, il est ressorti en hausse de 3,1% en variation annuelle.

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

Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et engrais, le prix a augmenté, entre avril et mai, de 3% pour le phosphate brut à 72,9\$/t, alors qu'il a diminué de 6,7% pour le DAP à 263\$/t, de 0,8% pour le TSP à 243\$/t, de 14,1% pour l'Urée à 201,9\$/t et de 11,8% pour le chlorure

de potassium à 216\$/t. En glissement annuel, les cours ont enregistré des replis de 25,2% pour le phosphate brut, de 16,1% pour le DAP, de 20,3% pour le TSP, de 18,4% pour l'Urée et de 18,6% pour le Chlorure de potassium.

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

Source : Banque Mondiale.

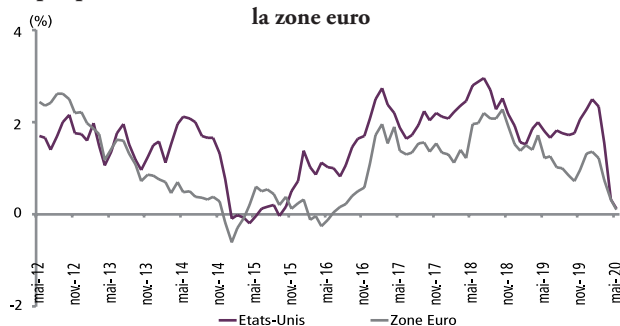
### 1.3.3 Inflation

La crise de la pandémie du Covid-19 exerce des pressions désinflationnistes importantes sur les prix. Dans la zone euro, selon une première estimation de l'Eurostat, le taux d'inflation s'est établi à 0,1% en mai après 0,3% en avril, recouvrant notamment des baisses de 0,4% à 0,2% pour la France, de -0,7% à -0,9% pour l'Espagne, de 0,8% à 0,5% en Allemagne et de 0,1% à -0,2% en Italie.

Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation a décéléré de 0,3% en avril à 0,1% en mai aux Etats-Unis, de 1,5% à 0,8% au Royaume-Uni et de 0,4% à 0,1% au Japon.

Au niveau des principaux pays émergents, le taux d'inflation a diminué en Chine de 3,3% en avril à 2,4% en mai, de 2,4% à 1,9% au Brésil, de 3,1% à 3% en Russie et de 6,6% en février à 5,9% en mars en Inde.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

	2018	2019	2020		
			mars	avr.	mai
<b>Etats-Unis</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Zone Euro</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
Allemagne	1,9	1,4	1,3	0,8	0,5
France	2,1	1,3	0,8	0,4	0,2
Espagne	1,7	0,8	0,1	-0,7	-0,9
Italie	1,2	0,6	0,1	0,1	-0,2
<b>Royaume-Uni</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>n.d</b>
<b>Japon</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>n.d</b>

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

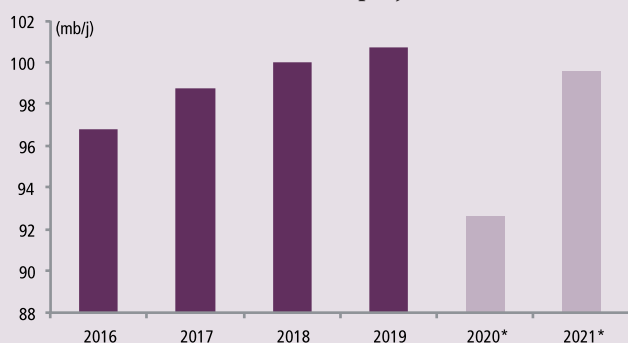
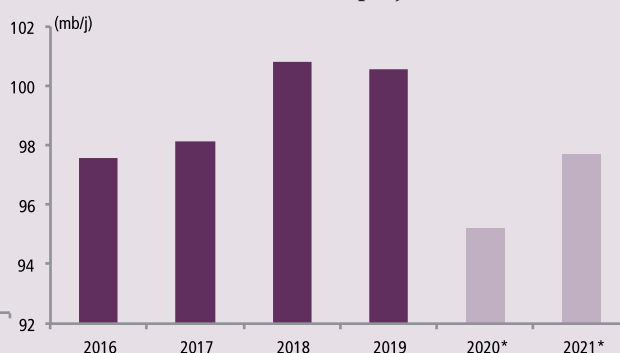
### Encadré 1.2 : Chute des cours du pétrole dans le sillage de la pandémie du Covid-19

La crise sanitaire du Covid-19 représente un choc inédit causant des perturbations économiques et sociales majeures au niveau mondial. Elle a en particulier eu un impact important sur la demande et l'offre des produits de base qui s'est traduit par une baisse généralisée des prix mondiaux. Les cours du pétrole, ont été les plus touchés et ce, d'autant plus qu'ils s'inscrivaient déjà depuis le début de l'année dans une tendance baissière en liaison notamment avec l'accentuation des tensions commerciales et le ralentissement de l'économie et donc de la demande mondiale. La propagation de la pandémie a, en effet, accentué cette baisse et provoqué une chute sévère des prix sur le marché pétrolier.

Sur le plan de la demande, les mesures de confinement pour contenir la propagation du Covid-19 ont causé ; (i) une forte contraction de l'activité économique ; et (ii) un arrêt des transports et des voyages au niveau mondial, ces derniers représentant à eux seuls près des deux tiers de la consommation mondiale de pétrole<sup>1</sup>. La conjugaison de ces deux facteurs a généré une forte chute de la demande du pétrole, estimée par l'Agence Internationale de l'énergie<sup>2</sup> (AIE) pour le seul mois d'avril à 29 millions de barils par jour (mbj) en glissement annuel, qui devrait se poursuivre avec des baisses de 26 mbj en mai et de 15 mbj en juin. Au total, l'AIE prévoit un effondrement historique de 9,3 mbj en 2020 d'une année à l'autre, ce qui ramènerait la consommation mondiale autour de 90,6 mbj.

<sup>1</sup> Rapport de la Banque mondiale sur les perspectives des prix des matières premières d'avril 2020.

<sup>2</sup> Rapport mensuel d'avril 2020 de l'Agence internationale de l'énergie (AIE).

**Graphique E1.2.1 : Consommation mondiale de pétrole  
(millions de barils par jour)****Graphique E1.2.2 : Production mondiale du pétrole  
(millions de barils par jour)**

\*Prévisions.

Source : Données et prévisions de la « U.S. Energy Information Administration », mai 2020.

Sur le plan de l'offre, les prix du pétrole ont été impactés par les stratégies adoptées au niveau des pays de l'OPEP+ et des opérateurs américains. Pour ce qui est de l'incidence des décisions de l'OPEP+, les prix ont fluctué au gré de rupture puis de renouveau des accords de production entre ces pays. En effet, dans un premier temps, ces derniers n'ont pas réussi, à l'issue de leur réunion du 6 mars, à se mettre d'accord sur une réduction de la production de pétrole aggravant les anticipations d'une offre excédentaire, et exacerbant davantage la chute des prix. A titre d'illustration, le Brent a enregistré un recul de 19,8% le lendemain de cette annonce. Par la suite, à la mi-avril, ce même groupe a convenu d'une importante réduction de la production de 9,7 mbj à compter du 1er mai, sur deux mois, soit près de 10% de la demande mondiale, qui sera suivie d'un ajustement de 7,7 mbj jusqu'à fin décembre 2020.

Concernant la production de pétrole aux Etats-Unis, si elle a continué à croître jusqu'à récemment, il semble que cette tendance devrait s'inverser dans la mesure où de nombreux producteurs ont accéléré la réduction de leurs investissements et les arrêts de forages. Dans ces conditions, et selon les dernières estimations<sup>3</sup> de l'Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA), la production américaine de pétrole brut se situerait en moyenne à 11,7 mbj en 2020, contre 12,2 mbj en 2019, cette diminution pourrait s'accroître en 2021 avec un niveau de production qui avoisinerait 10,9 mbj.

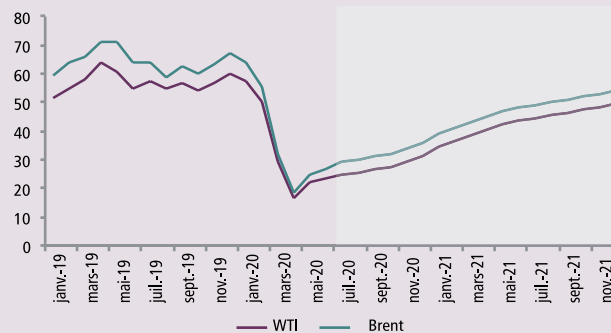
L'ensemble des initiatives évoquées ci-dessus, et qui visent à freiner la chute des cours du pétrole n'ont toutefois soutenu que légèrement les prix qui sont restés soumis, surtout en avril, à des pressions baissières compte tenu de l'incertitude sur l'évolution de la demande dans le contexte de la crise du Covid-19 et des craintes que les réductions de l'offre annoncées soient insuffisantes. Ainsi :

- Le prix du Brent a accusé, entre janvier et avril, une baisse de 58%, se situant à un prix moyen de 26,8 dollars le baril en avril, avec un plus bas niveau jamais atteint depuis 21 ans à 16,5 dollars le baril le 21 du même mois. Cette diminution est encore plus apparente en glissement annuel, le cours du Brent ayant chuté de 62,4% en avril.

<sup>3</sup> Rapport « short term economic outlook » de mai 2020 de « U.S Energy Information Administration ».

- De même, le cours du WTI, prix de référence sur le marché de pétrole américain, a enregistré un recul de 70,8% sur la même période, pour se situer à un prix moyen de 16,8 dollars le baril. Il est à noter qu'il a été négocié, le 20 avril, à un cours négatif à -37 dollars le baril. Si cette évolution est liée aux principaux facteurs précités, elle a été amplifiée par l'expiration imminente des contrats à terme portant sur le WTI à cette même date, poussant les investisseurs à s'en débarrasser à n'importe quel prix, ainsi que par les inquiétudes face à la saturation des capacités de stockages américaines<sup>4</sup>. En effet, au 17 avril, ces stocks s'élevaient à 60 millions de barils pour une capacité de 76 millions, alors qu'au même temps la totalité des capacités restantes étaient déjà réservées<sup>5</sup>.

**Graphique E1.2.3 : Evolution des prix au comptant moyen du WTI et du Brent (dollars/ baril)**



Source : Données et prévisions de « U.S. Energy Information Administration », mai 2020

Plus récemment, les perspectives se sont quelque peu améliorées et les prix, bien qu'ils soient encore en deçà de ce qu'ils étaient avant le début de la crise de Covid-19, ont rebondi par rapport à leurs creux d'avril. Les cours du pétrole ont enregistré, entre avril et mai, une augmentation de 20,2% pour le Brent et de 69% pour le WTI. Cette évolution s'explique principalement par la baisse de la production de pétrole aux Etats-Unis et des pays de l'OPEP+ et par l'assouplissement des mesures de confinement, ce qui devrait soutenir la demande émanant notamment du secteur des transports. L'AIE<sup>6</sup> a, d'ailleurs, révisé légèrement à la hausse ses prévisions de la demande mondiale de pétrole pour 2020 qui devrait diminuer de 8,6 mbj. Cependant, cette amélioration ne remettra pas en cause le scénario d'une baisse sans précédent des besoins globaux et son impact sur le cours du pétrole devrait rester limité. Ainsi, les prix s'établiraient pour le Brent, selon les prévisions les plus récentes<sup>7</sup>, à 34,4 dollars le baril en 2020 après 64,4 dollars le baril en 2019, avant de remonter à 47,7 dollars le baril en 2021. Pour sa part, le cours du WTI se situerait à 30,4 dollars le baril après 57 dollars le baril en 2019, puis à 43,2 dollars le baril en 2021.

<sup>4</sup> Ces stocks sont localisés à Cushing dans l'Oklahoma où s'échangent les cargaisons de pétrole sur la base du WTI.

<sup>5</sup> Etude économique n°20/084 du Crédit Agricole France du 27 avril 2020.

<sup>6</sup> Rapport mensuel de mai 2020.

<sup>7</sup> EIA, projections de mai 2020.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les dernières données disponibles sur les échanges extérieurs sont celles du mois d'avril 2020 et font ressortir les premiers effets de la crise. Elles indiquent un creusement du déficit commercial, par rapport à la même période de 2019, de 1,3 milliard pour s'établir à 66,2 milliards de dirhams. Cette évolution résulte des baisses de 20 milliards des exportations et de 21,3 milliards des importations. Le taux de couverture est ainsi revenu de 60% à 55,2%. Les recettes de voyage ont enregistré une baisse de 12,8% contre une hausse de 11,5% à fin février et les transferts des MRE une diminution de 10,1% au lieu d'une quasi-stagnation. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a connu un repli de 16,8% à 5,3 milliards et celui des investissements directs des marocains à l'étranger une baisse de 1,7 milliard de dirhams pour s'établir à 1,5 milliard de dirhams. Pour ce qui est des Avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib, leur encours a atteint 286,5 milliards de dirhams, à fin avril 2020, représentant l'équivalent de 7 mois d'importations de biens et services.

### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

Durant les quatre premiers mois de l'année, les exportations ont diminué de 19,7%. Le reflux a concerné la quasi-totalité des secteurs avec en particulier, un recul de 39% à 17,2 milliards des ventes du secteur automobile, incluant un repli de 45,7% pour le segment « construction », et des baisses de 44,7% pour la branche du « câblage » et de 33,6% pour celle de l'« intérieur de véhicules et sièges ». Les expéditions du secteur aéronautique se sont repliées de 33,9% à 3,7 milliards et celles du secteur du textile et cuir ont reculé de 28,3% à 9,1 milliards, suite principalement à la baisse de 32,2% des ventes des vêtements confectionnés et de 30% de celles des articles de bonneterie. Dans le même sens, les exportations des produits agricoles et agroalimentaires ont reculé de 7% à 24,8 milliards avec un repli de 5,8% pour les produits agricoles et de 7,4% pour ceux de l'industrie alimentaire. Les ventes du secteur électronique et électricité ont diminué de 1,9% à 3,2 milliards, celles de l'industrie métallurgique de 15,9% à 1,7 milliards et l'industrie pharmaceutique a connu un repli de 30,5%. A l'inverse, le secteur des phosphates et dérivés affiche une certaine résilience avec des ventes en hausse de 0,2% à 15,9 milliards, résultat des augmentations de 23,3% des ventes des engrais naturels et chimiques et de 1,9% de celles du phosphate brut, les expéditions de l'acide phosphorique ont par contre affiché une baisse de 38,7%.

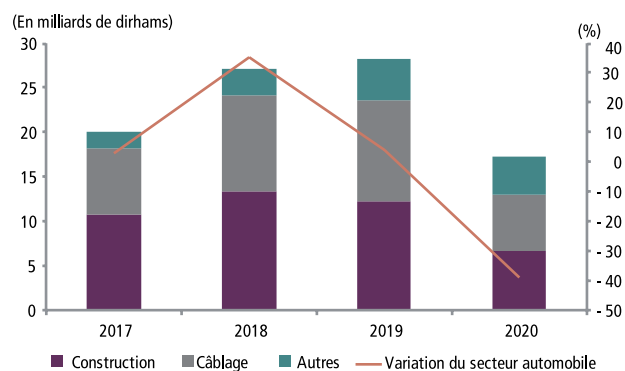
Tableau 2.1 : Evolution des exportations  
(en millions de dirhams)

Secteurs/Segments	janv.-avr. 2020*	janv.-avr. 2019	Variations	
			En valeur	En %
<b>Exportations</b>	<b>81 494</b>	<b>101 494</b>	<b>-20 000</b>	<b>-19,7</b>
<b>Phosphates et dérivés</b>	<b>15 912</b>	<b>15 878</b>	<b>34</b>	<b>0,2</b>
Phosphates	2 356	2 312	44	1,9
Engrais naturels et chimiques	10 418	8 447	1 971	23,3
<b>Acide phosphorique</b>	<b>3 138</b>	<b>5 119</b>	<b>-1 981</b>	<b>-38,7</b>
<b>Automobile</b>	<b>17 227</b>	<b>28 234</b>	<b>-11 007</b>	<b>-39,0</b>
Construction	6 649	12 242	-5 593	-45,7
Câblage	6 279	11 355	-5 076	-44,7
<b>Intérieur véhicules et sièges</b>	<b>1 801</b>	<b>2 713</b>	<b>-912</b>	<b>-33,6</b>
<b>Aéronautique</b>	<b>3 675</b>	<b>5 560</b>	<b>-1 885</b>	<b>-33,9</b>
Assemblage	2 036	2 998	-962	-32,1
<b>EWIS</b>	<b>1 612</b>	<b>2 535</b>	<b>-923</b>	<b>-36,4</b>
<b>Textile et Cuir</b>	<b>9 125</b>	<b>12 727</b>	<b>-3 602</b>	<b>-28,3</b>
Vêtements confectionnés	5 571	8 218	-2 647	-32,2
Articles de bonneterie	1 734	2 478	-744	-30,0
<b>Chaussures</b>	<b>929</b>	<b>963</b>	<b>-34</b>	<b>-3,5</b>
<b>Agriculture et Agro-alimentaire</b>	<b>24 835</b>	<b>26 695</b>	<b>-1 860</b>	<b>-7,0</b>
Agriculture, sylviculture, chasse	13 214	14 023	-809	-5,8
<b>Industrie alimentaire</b>	<b>11 191</b>	<b>12 082</b>	<b>-891</b>	<b>-7,4</b>
<b>Electronique</b>	<b>3 228</b>	<b>3 291</b>	<b>-63</b>	<b>-1,9</b>
Composants électroniques	1 023	1 492	-469	-31,4
Electronique de spécialité	1 154	717	437	60,9
<b>Autres extractions minières</b>	<b>933</b>	<b>1 333</b>	<b>-400</b>	<b>-30,0</b>
<b>Autres industries</b>	<b>6 559</b>	<b>7 776</b>	<b>-1 217</b>	<b>-15,7</b>
<b>Métallurgie et travail des métaux</b>	<b>1 717</b>	<b>2 041</b>	<b>-324</b>	<b>-15,9</b>
<b>Industrie pharmaceutique</b>	<b>301</b>	<b>433</b>	<b>-132</b>	<b>-30,5</b>
<b>Industrie du plastique et du caoutchouc</b>	<b>604</b>	<b>528</b>	<b>76</b>	<b>14,4</b>

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

**Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile**



\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

## 2.1.2 Importations

Le recul de 12,6% des importations, reflète essentiellement la baisse de 18% des achats de biens d'équipement à 35,7 milliards de dirhams, tirée principalement par le recul de 4,2 milliards des achats d'« avions et autres véhicules aériens ». La facture énergétique s'est allégée de 21,8% à 20,4 milliards, en lien principalement avec les replis de 29,1% des achats du gas-oils et fuel-oils et de 18,3% de celui du charbon. De même, les importations de produits finis de consommation ont baissé de 14,9% à 31,2 milliards, avec un repli de 29,3% des achats des « parties et pièces pour voitures de tourisme » et de 20,8% de celles des voitures de tourisme. Les achats des demi-produits ont diminué de 12,1% à 32,1 milliards avec des baisses de 35,4% pour les acquisitions de « fils, barres, et profilés en fer ou en aciers non alliés » et de 14,2% pour celles des produits chimiques. Les achats des produits bruts ont reculé de 21,3% à 6,5 milliards de dirhams, suite notamment à la diminution de 59,5% des acquisitions du soufre. A l'inverse, les achats de produits alimentaires ont connu une progression de 22,1% à 21,9 milliards, suite notamment à la hausse des approvisionnements en blé à 6,5 milliards de dirhams et en orge à 1,2 milliards.

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

Groupements d'utilisation	janv.-avr. 2020*	janv.-avr. 2019	Variations	
			En valeur	En %
<b>Importations CAF</b>	<b>147 741</b>	<b>169 033</b>	<b>-21 292</b>	<b>-12,6</b>
<b>Produits énergétiques</b>	<b>20 448</b>	<b>26 163</b>	<b>-5 715</b>	<b>-21,8</b>
Gas-oils et fuel-oils	9 251	13 047	-3 796	-29,1
Houilles; coques et combustibles solides similaires	2 909	3 560	-651	-18,3
Huiles de pétrole et lubrifiants	2 000	2 534	-534	-21,1
<b>Biens d'équipement</b>	<b>35 683</b>	<b>43 509</b>	<b>-7 826</b>	<b>-18,0</b>
Avions et autres véhicules aériens	29	4 206	-4 177	-99,3
Fils, câbles	2 270	3 227	-957	-29,7
Machines et appareils divers	3 646	4 428	-782	-17,7
<b>Produits finis de consommation</b>	<b>31 194</b>	<b>36 638</b>	<b>-5 444</b>	<b>-14,9</b>
Parties et pièces pour voitures de tourisme	4 324	6 118	-1 794	-29,3
Voitures de tourisme	4 805	6 069	-1 264	-20,8
<b>Demi produits</b>	<b>32 060</b>	<b>36 466</b>	<b>-4 406</b>	<b>-12,1</b>
Fils, barres, et profilés en fer ou en aciers non alliés	1 044	1 615	-571	-35,4
Produits chimiques	3 236	3 772	-536	-14,2
<b>Produits bruts</b>	<b>6 491</b>	<b>8 251</b>	<b>-1 760</b>	<b>-21,3</b>
Soufres bruts et non raffinés	1 197	2 957	-1 760	-59,5
Ferraille et déchets	353	553	-200	-36,2
<b>Produits alimentaires</b>	<b>21 865</b>	<b>17 914</b>	<b>3 951</b>	<b>22,1</b>
Blé	6 462	5 328	1 134	21,3
Orge	1 167	65	1 102	-

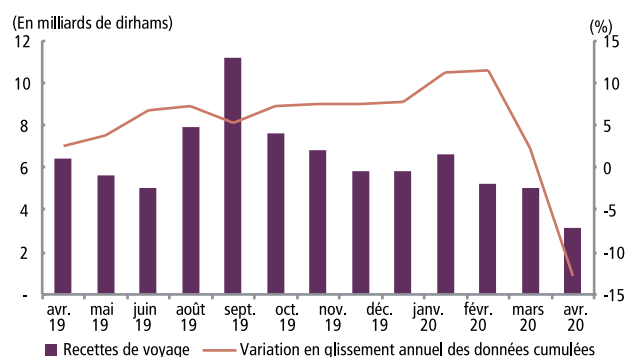
\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire a diminué de 9,1%, à 24,7 milliards de dirhams, suite aux replis de 11,1% des exportations à 52,1 milliards et de 12,8% des importations à 27,4 milliards de dirhams. En particulier, les recettes de voyage ont enregistré une baisse de 12,8% et les dépenses au même titre ont diminué de 30,2%, contre des hausses respectives de 11,5% et 15,5% à fin février.

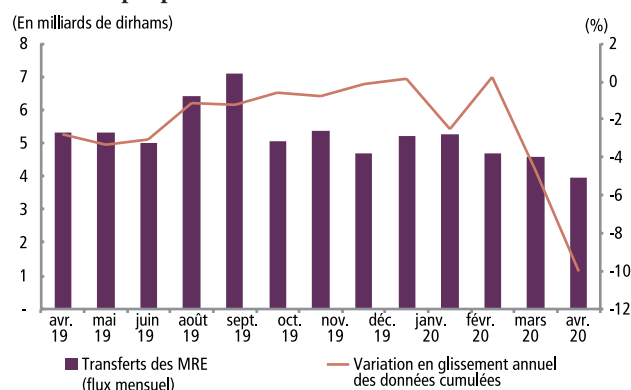


**Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage\***

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

Pour ce qui est des transferts des MRE, ils ont enregistré une baisse de 10,1%, pour s'établir à 18,5 milliards de dirhams.

**Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE\***

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

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

	janv.-avr. 2020*	janv.-avr. 2019	Variations	
			en valeur	en %
<b>Importations</b>	<b>27 387</b>	<b>31 398</b>	<b>-4 011</b>	<b>-12,8</b>
<b>Exportations</b>	<b>52 053</b>	<b>58 544</b>	<b>-6 491</b>	<b>-11,1</b>
<b>Solde</b>	<b>24 666</b>	<b>27 146</b>	<b>-2 480</b>	<b>-9,1</b>

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

## 2.3 Compte financier

Quant aux opérations financières, le flux net d'IDE a diminué de 16,8% à 5,3 milliards de dirhams, avec des reculs de 25,9% à 8,3 milliards des recettes et de

37,8% à 3 milliards des dépenses de même nature. En parallèle, le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 1,7 milliard pour s'établir 1,5 milliard de dirhams, sous l'effet du recul de 973 millions de dirhams des dépenses et la hausse de 724 millions des recettes.

À fin avril 2020, l'encours des Avoirs officiels de réserve a atteint 286,5 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 7 mois d'importations de biens et services (Voir encadré).

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

	janv.-avr. 2020*	janv.-avr. 2019	Variations	
			en valeur	en %
<b>Investissements directs étrangers</b>	<b>5 315</b>	<b>6 387</b>	<b>-1 072</b>	<b>-16,8</b>
Recettes	8 345	11 260	-2 915	-25,9
Dépenses	3 030	4 873	-1 843	-37,8
<b>Investissements des marocains à l'étranger</b>	<b>1 549</b>	<b>3 246</b>	<b>-1 697</b>	<b>-52,3</b>
Dépenses	2 992	3 965	-973	-24,5
Recettes	1 443	719	724	-

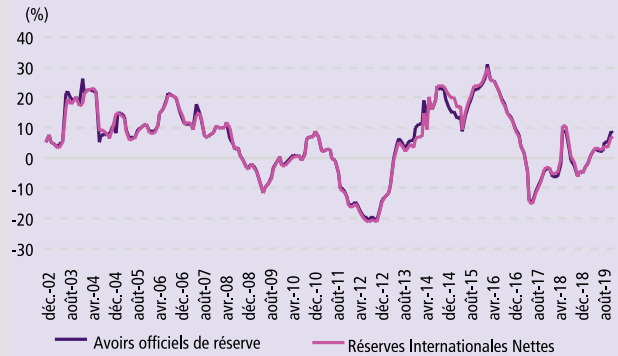
\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

## Encadré 2.1 : Adoption des avoirs officiels de réserve comme indicateur de référence pour les réserves de change

Pour assurer un meilleur suivi de l'évolution des réserves de change, Bank Al-Maghrib a adopté à partir du 22 mai 2020 les Avoirs Officiels de Réserve (AOR) comme indicateur de référence des réserves de change et ce, à l'instar des meilleures pratiques internationales en la matière. Auparavant, la Banque publiait, en plus des AOR, les réserves internationales nettes (RIN). Ces dernières ont été utilisées depuis 2012 comme une mesure définie avec le FMI dans le cadre du programme appuyé par la LPL, alors que l'indicateur AOR est un standard qui s'appuie sur un cadre méthodologique défini dans le Manuel de la Balance des Paiements du FMI dans sa 6<sup>ème</sup> Edition, et permet une comparabilité internationale. Pour rappel, les AOR sont définis comme étant « les actifs extérieurs que les autorités monétaires contrôlent directement et dont elles peuvent disposer immédiatement pour répondre à des besoins de financement de la balance des paiements, pour intervenir sur les marchés des changes ou pour d'autres besoins ». Ils sont composés des avoirs en or monétaire (4,1% à fin 2019) et en DTS (2,8%), des avoirs en devises convertibles de la banque centrale (92,3%) et de la position de réserve du Maroc auprès du FMI (0,8%).

Graphique E 2.1.1 : Variation annuelle des AOR et des RIN



## 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre 2020, les conditions monétaires ont été marquées par une nouvelle baisse des taux débiteurs et une appréciation du taux de change effectif. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, il a poursuivi son amélioration avec une augmentation de 5,5%, en relation notamment avec l'accélération du rythme de croissance des prêts accordés aux entreprises non financières privées. Quant aux autres contreparties de la masse monétaire, le taux d'accroissement s'est accéléré à 8,1% pour les créances nettes sur l'administration centrale et à 9,8% pour les avoirs officiels de réserve. Au total, la croissance de la masse monétaire est passée de 3,5% à 3,9%.

Sur le marché immobilier le nombre de transactions s'est contracté de 31,2% au premier trimestre 2020, traduisant des replis des ventes de l'ensemble des catégories. De même, les prix sont ressortis en baisse de 1,6%, reflétant les diminutions de 1,8% pour le résidentiel, de 1,1% pour les terrains et de 3,3% pour les biens à usage professionnel. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI a enregistré une baisse de 20,3% et le volume des échanges s'est établi à 15,8 milliards après 25,9 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a affiché un recul trimestriel de 19,7% pour s'établir à 503 milliards de dirhams.

### 3.1 Conditions monétaires

#### 3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

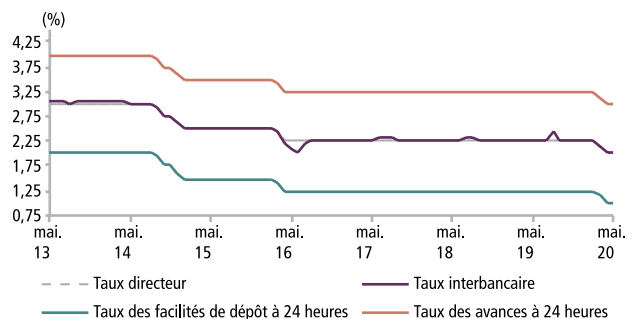
Au cours du premier trimestre 2020, le besoin en liquidité des banques s'est légèrement atténué à 71,4 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 72,9 milliards, dont notamment 62,3 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 3,8 milliards servis sous forme de swap de change et 2,3 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles indiquent un creusement important du déficit de la liquidité bancaire à 93,8 milliards en moyenne mensuelle en avril et mai, résultat de la hausse exceptionnelle de la monnaie fiduciaire suite notamment à la distribution des aides aux ménages dans le cadre de l'atténuation des effets du Covid-19. Devant cette situation, la Banque a augmenté significativement le volume de ses injections, et a adapté le mécanisme de ces intervention (voir encadré).

Dans ce contexte, le taux interbancaire s'est établi en moyenne à 2,22% au premier trimestre et à 2% au cours des mois d'avril et mai suite notamment à la décision du Conseil de la Banque, lors de sa réunion du

18 mars 2020, d'abaisser le taux directeur à 2%. Sur le marché des bons du Trésor, les taux se sont orientés globalement à la baisse aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire.

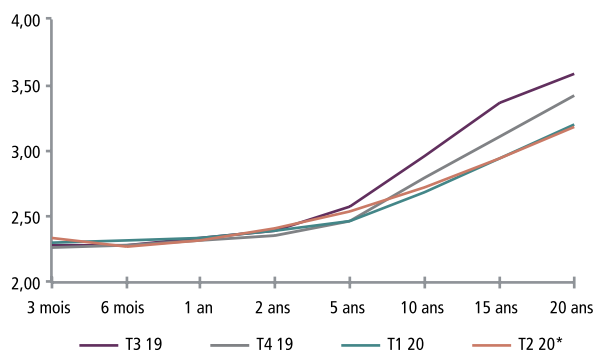
**Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)**



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

	2018			2019			2020		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	avr.	
52 semaines	2,31	2,42	2,45	2,37	2,31	2,31	2,27	2,34	2,29
2 ans	2,50	2,58	2,60	2,51	2,39	2,38	2,32	2,40	2,35
5 ans	2,76	2,82	2,86	2,77	2,60	2,58	2,46	2,50	-
10 ans	3,24	3,28	3,34	3,19	3,02	2,97	2,81	2,65	-
15 ans	3,68	3,70	-	3,64	3,42	3,38	3,10	2,94	-

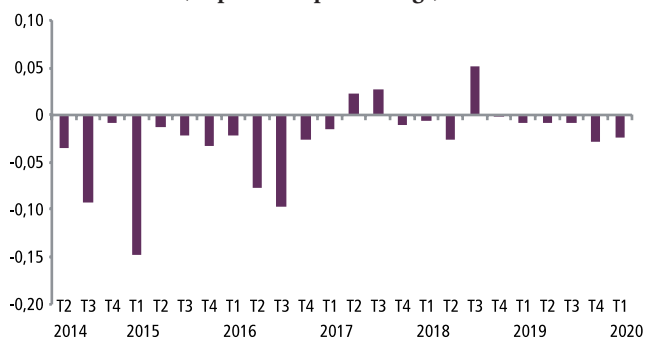
**Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire**



\* Moyenne observée en avril et mai.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont marqué des baisses au cours du premier trimestre 2020. A l'inverse, les taux créditeurs ont augmenté de 5 points de base à 2,73% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 8 points à 3,06% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement<sup>1</sup> des banques a légèrement reculé.

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



Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au premier trimestre 2020 font ressortir un repli du taux moyen global de 4 points de base à 4,87%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises privées ont marqué une baisse 7 points, recouvrant une diminution de 5 points pour les grandes entreprises et une hausse de 15 points pour les TPME. Quant aux taux appliqués aux particuliers, ils ont augmenté de 9 points de base, avec un accroissement de 9 points pour les crédits à la consommation et un recul de 9 points pour les prêts à l'habitat.

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

**Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs**

	2018		2019		2020	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
<b>Taux global</b>	<b>5,1</b>	<b>5,02</b>	<b>4,98</b>	<b>5,1</b>	<b>4,91</b>	<b>4,87</b>
<b>Particuliers</b>	<b>5,8</b>	<b>5,78</b>	<b>5,34</b>	<b>5,7</b>	<b>5,55</b>	<b>5,64</b>
Crédits immobiliers	4,9	4,7	4,18	4,5	4,48	4,39
Crédits à la consommation	6,8	6,74	6,71	6,7	6,66	6,75
<b>Entreprises</b>	<b>4,9</b>	<b>4,78</b>	<b>4,85</b>	<b>4,9</b>	<b>4,77</b>	<b>4,7</b>
Crédits de trésorerie	4,8	4,72	4,7	4,7	4,65	4,61
Crédits à l'équipement	4,9	4,48	5,07	5,2	4,58	4,49
Crédits immobiliers	5,9	5,59	5,46	6,1	6,12	6,15

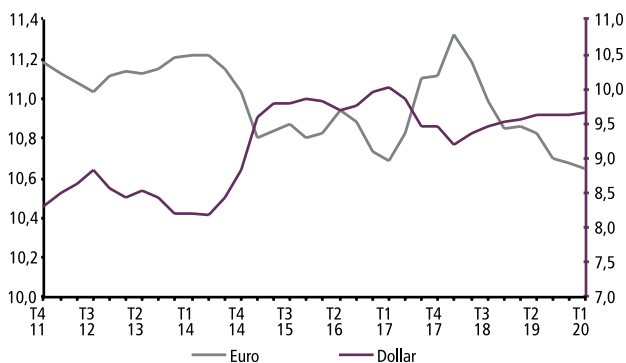
**Tableau 3.3 : Taux créditeurs**

	2018				2019			2020	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
6 mois	2,79	2,78	2,80	2,71	2,78	2,68	2,75	2,68	2,73
12 mois	3,15	3,10	3,07	3,04	3,06	3,00	3,01	2,98	3,06

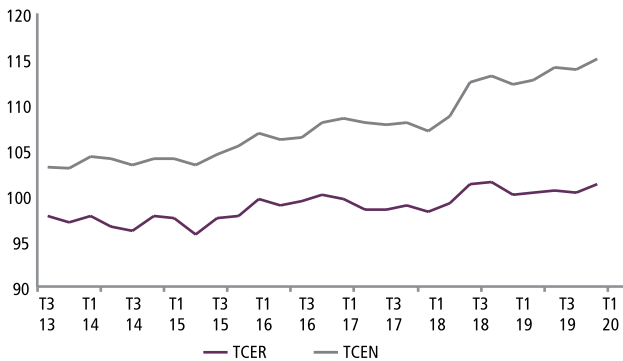
### 3.1.2 Taux de change

Durant les trois premiers mois de l'année, l'euro s'est déprécié de 0,43% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, le dirham s'est apprécié de 0,31% vis-à-vis de l'euro et s'est déprécié de 0,14% contre le dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 5,25% par rapport à la livre turque, de 0,43% contre la livre sterling et s'est dépréciée de 1,07% face au yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,06% en terme nominal et de 0,86% en terme réel.

**Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham**



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu des baisses de 2,8% à 24,2 milliards de dirhams pour les ventes et de 5,5% à 22,8 milliards pour les achats. En revanche, les achats à terme ont augmenté de 8,8% à 13,7 milliards et les ventes à terme se sont accrues de 28,9% à 3,8 milliards. Durant cette période, Bank Al-Maghrib n’a réalisé aucune opération d’achats ou de ventes de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie négative à -0,8 milliard de dirhams à fin mars, contre -2,1 milliards à fin décembre 2019.

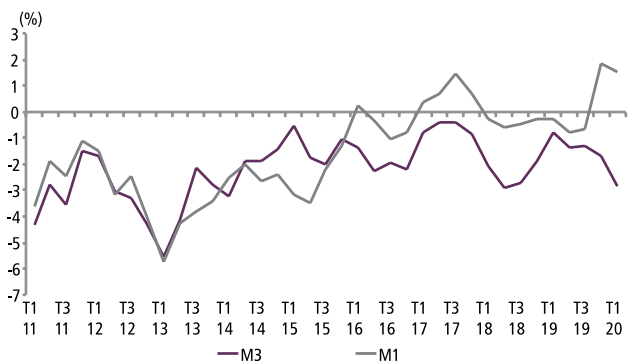
### 3.1.3 Situation monétaire

La croissance de l’agrégat M3 s’est établie à 3,9% au lieu de 3,5% au quatrième trimestre 2019. L’analyse de l’évolution de ses composantes laisse indiquer une accélération de 7,4% à 9,5% de la progression de la monnaie fiduciaire sous l’effet des sorties massives du cash suite notamment à l’annonce de confinement. De même, les dépôts à vue se sont accrues de 6,6% après 5,2%, en relation avec des augmentations de 6,6% à 9,9% pour ceux des entreprises non financières privées et de 4,5% à 6,1% pour ceux des ménages. En revanche, le repli des dépôts à terme s’est accentué passant de 6,3% à 9,7%, reflétant essentiellement une contraction de 2,3% de ceux des ménages contre

une hausse de 0,6% et une aggravation de la baisse de 9,1% à 12,2% de ceux des entreprises privées. En parallèle, les titres des OPCVM monétaires ont marqué une diminution de 3,9% après celle de 8,3% un trimestre auparavant.

Par principale contrepartie, l’évolution de la masse monétaire recouvre des accélérations de 7,5% à 9,8% de la progression des avoirs officiels de réserve, de 4,3% à 8,1% de celle des créances nettes sur l’administration centrale et un ralentissement de 5,5% à 4,9% pour le crédit bancaire.

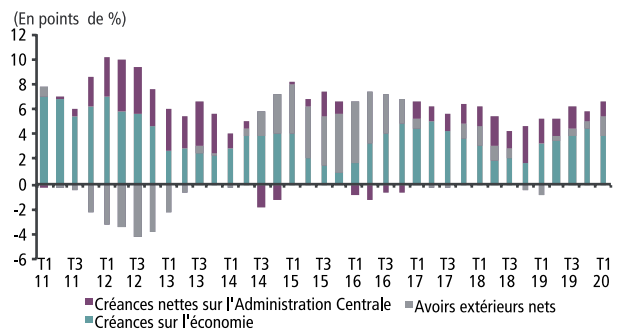
**Graphique 3.6 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l’encours d’équilibre de M3 et de M1 en termes réels)**



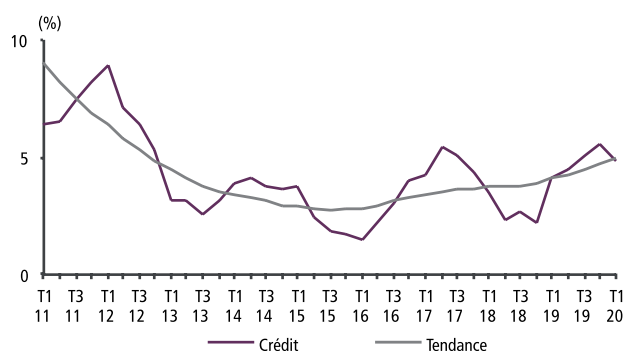
1 : L’écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d’équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l’équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d’évolution de l’activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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



**Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit**



Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, il a poursuivi son amélioration avec une augmentation de 5,5% après celle de 5,1%. Cette évolution traduit une accélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées, une atténuation de la baisse des concours aux entreprises publiques et un ralentissement de l'accroissement des crédits aux ménages.

En effet, les crédits aux entreprises privées se sont renforcés de 7,3% après 6,6% un trimestre auparavant, traduisant des accélérations de 5,8% à 6,9% pour les prêts à l'équipement et de 4,4% à 5% pour les crédits immobiliers ainsi qu'un ralentissement du rythme d'accroissement des facilités de trésorerie de 10,1% à 9,6%.

Quant aux concours accordés aux entreprises publiques, leur baisse est revenue de 4,6% à 2,3%, avec une augmentation de 1,4% des prêts à l'équipement après un recul de 5,7% et une contraction de 19,9% des facilités de trésorerie contre une hausse de 1,8%.

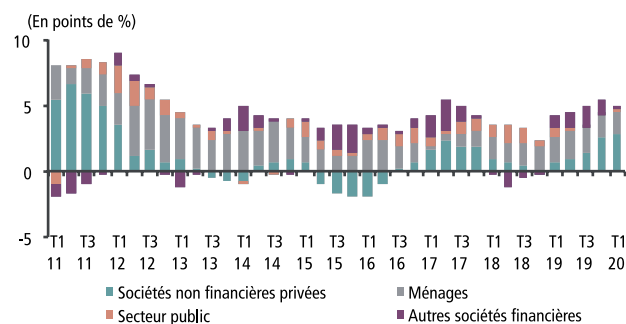
Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, leur progression est passée de 0,8% à 1,7%, recouvrant une atténuation de 18,3% à 13,4% de la diminution des crédits immobiliers, une stabilité à 5,9% de la croissance des facilités de trésorerie et un ralentissement de 8,1% à 2% de celle des prêts à l'équipement.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de mars indiquent notamment une accélération des

rythmes d'accroissement de 7,3% en décembre à 15% pour les crédits destinés au secteur du « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » et de 25,8% à 62,5% pour ceux aux « industries extractives ». En revanche, les crédits en faveur des « industries alimentaires et tabac » ont marqué une baisse de 4,4% plus accentuée que celle de 0,4% et ceux du « bâtiment et travaux publics » ont diminué de 1,6% après une augmentation de 1,3% un trimestre auparavant.

Pour ce qui est des concours aux particuliers, leur taux d'accroissement s'est stabilisé à 5,1%, recouvrant une accélération de 4,2% à 4,3% pour les crédits à l'habitat et un ralentissement de 4,9% à 4,1% pour les prêts à la consommation.

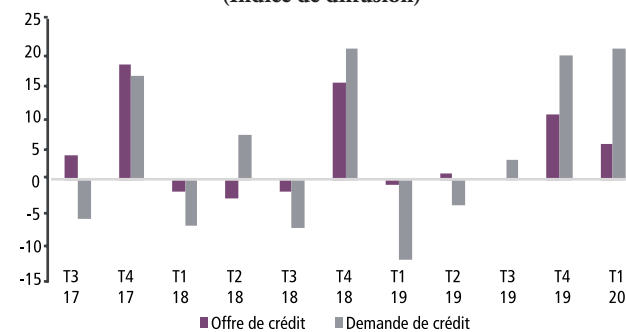
**Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit**



Source : BAM

Quant aux créances en souffrance, elles se sont accrues de 7,6% et leur ratio au crédit bancaire s'est situé à 7,9%. Cette évolution reflète des hausses de 14,4% de celles des ménages et de 3,7% de celles des entreprises non financières privées.

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



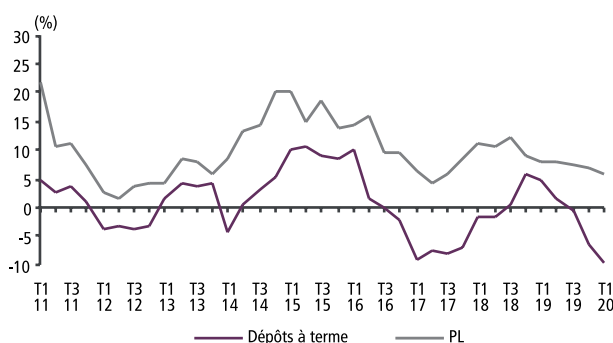
Source : BAM

S'agissant des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrus de 4,6% après 4% au quatrième trimestre 2019. Cette évolution recouvre une expansion de 12,7% des crédits accordés par les banques offshores, après une contraction de 13,4% et des ralentissements de la progression de 5,7% à 3,8% pour les prêts distribués par les sociétés de financement et de 9% à 6,9% pour ceux accordés par les associations de microcrédit.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril indiquent une accélération de la progression du crédit bancaire à 6,7%. En particulier, les prêts destinés au secteur non financier ont poursuivi leur amélioration avec une augmentation de 7,1%.

Pour ce qui est des agrégats de placements liquides, leur progression est revenue en moyenne de 6,8% au quatrième trimestre 2019 à 5,4% au premier trimestre 2020. Cette évolution traduit des décélérations de rythme de 4,7% à 2,3% pour les bons du Trésor et de 6,8% à 5,4% pour les titres des OPCVM obligataires ainsi qu'une accélération de 13,4% à 20% de celui des titres des OPCVM actions et diversifiés.

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



### Encadré 3.1 : Mesures de Bank Al-Maghrib pour atténuer l'effet de la pandémie

Depuis le déclenchement de la crise engendrée par la propagation de la pandémie du Covid-19, les autorités ont mis en place un dispositif de suivi de l'évolution de la situation économique et sociale, ainsi qu'un plan d'action pour atténuer l'impact de cette pandémie. Cet encadré présente une synthèse des principales mesures mises en place par Bank Al-Maghrib.

En plus de sa contribution dans le cadre du Comité de Veille Economique où elle est représentée par le Wali, la Banque a instauré plusieurs mesures pour faciliter le financement de l'économie et renforcer la capacité du système bancaire à répondre aux besoins des entreprises et des ménages. En matière de politique monétaire, le Conseil de la Banque a décidé, lors de sa réunion du 17 mars dernier de réduire le taux directeur de 2,25% à 2%. De même, et pour répondre au besoin de liquidité des banques, elle a activé l'ensemble des instruments de refinancement disponibles en dirhams et en devises et a étendu la liste des actifs admis en tant que collatéral en y incluant (i) les titres de créances en devises émis par l'Etat ; (ii) les titres de créances, libellés en dirhams ou en devises, émis par les Entreprises et Etablissements publics ; (iii) les titres de créances émis par des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation ; (iv) les bons des sociétés de financement ; (v) les effets représentatifs de créances sur l'Etat y compris celles nées de l'opération d'affacturage des crédits de TVA ; (vi) les effets représentatifs de créances sur les entreprises et établissements publics ; et (vii) les effets représentatifs des crédits hypothécaires.

La Banque a en outre élargi son programme de refinancement de la TPME aux crédits de trésorerie en sus des crédits d'équipement, avec une augmentation de la fréquence des opérations de

refinancement. Elle a décidé également d'octroyer des refinancements en devises, garantis par un collatéral éligible en devises et en dirhams, de réaliser des opérations de swaps de change des devises contre le dirham.

Sur le plan prudentiel, et afin de renforcer davantage la capacité de prêts des banques, Bank Al-Maghrib a décidé d'alléger certaines règles. En particulier, elle a permis aux banques :

- D'utiliser, en cas de nécessité, au cours du deuxième trimestre 2020, les coussins de liquidité, constitués sous forme d'actifs liquides de haute qualité en deçà du ratio minimum du LCR fixé à 100% ;
- De surseoir au provisionnement des crédits qui feront l'objet d'un moratoire par les banques ;
- De relâcher, sur une période de 12 mois, du coussin de fonds propres de conservation à hauteur de 50 pbs ramenant les ratios minimums réglementaires à 8,5% pour le ratio de fonds propres de catégorie 1 et 11,5% pour le ratio de fonds propres de solvabilité.

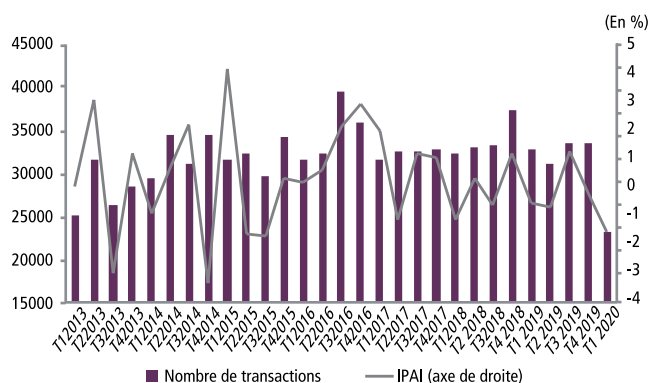
## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre de 2020, l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) a reculé de 1,6%, reflétant des régressions de 1,8% pour le résidentiel, de 1,1% pour le foncier et de 3,3% pour les biens à usage professionnel. Pour ce qui est du volume des transactions, il a enregistré une diminution de 31,2% traduisant des replis des ventes pour l'ensemble des catégories avec des taux de 32,9% pour le résidentiel, de 27,2% pour les terrains et de 25,6% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau des principales villes, hormis El Jadida et Marrakech qui ont enregistré des hausses trimestrielles de 0,6% et de 0,3% respectivement, les prix se sont inscrits en baisse avec des taux allant de 0,5% à Casablanca à 4,8% à Kénitra. Concernant le nombre des transactions, il a enregistré des baisses sensibles dans l'ensemble des principales villes, allant de 24,1% à Fès à 47,1% à Kénitra.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

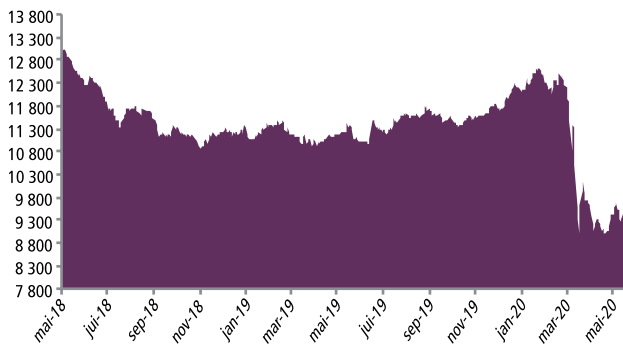
### 3.2.2 Actifs financiers

#### 3.2.2.1 Actions

Sur le marché boursier, le MASI a enregistré une forte baisse de 20,3% durant les trois premiers mois de l'année. La tendance baissière a concerné l'ensemble des secteurs avec des replis allant de 1,8% pour les « distributeurs » à 42,3% pour celui des « loisirs et hôtels ».

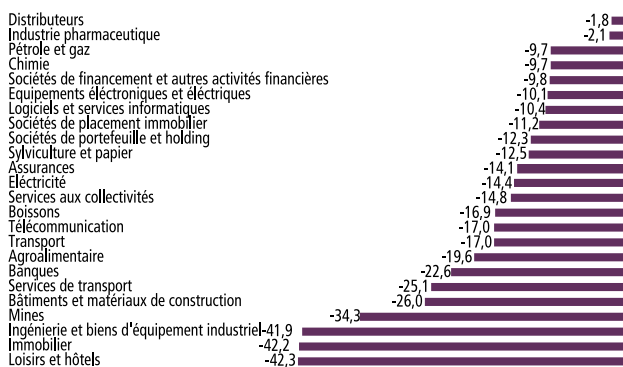


**Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI**



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca

Concernant le volume des transactions, il s'est établi à 15,8 milliards au premier trimestre contre 25,9 milliards de dirhams un trimestre auparavant. Par compartiment, le chiffre d'affaires est passé de 11 milliards à 12,6 milliards sur le marché central et est revenu de 12,7 milliards à 1,3 milliard sur le marché de blocs. Pour ce qui est des augmentations de capital, elles se sont établies à 1,5 milliard après 1,9 milliard le trimestre précédent.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a affiché une baisse trimestrielle de 19,7% pour s'établir à 503 milliards de dirhams.

Les données du mois de mai laissent apparaître une contreperformance du MASI de 19,1% depuis le début de l'année. Le volume des échanges a atteint 5,1 milliards après 2,6 milliards en avril. La capitalisation

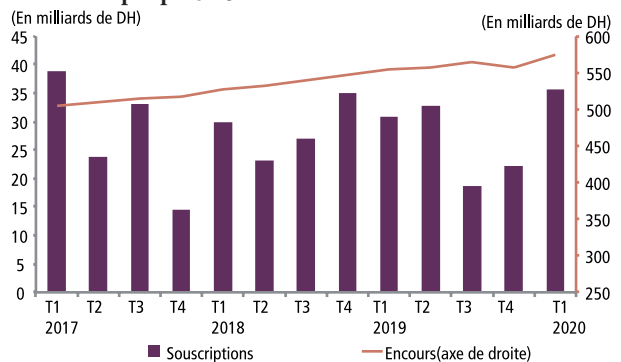
boursière s'est établie ainsi à 509,2 milliards, en baisse de 18,8% par rapport à décembre 2019.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont élevées à 35,7 milliards au premier trimestre 2020, en progression trimestrielle de 60,2%. Elles ont porté à hauteur de 62% sur des maturités longues et de 25% sur celles moyennes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 17,1 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor a atteint 575,7 milliards à fin mars, en hausse de 3,3% par rapport à son niveau de fin décembre 2019.

En avril, les levées du Trésor ont atteint 4,6 milliards de dirhams portant à hauteur de 54,8% sur des maturités moyennes et de 45,2% sur celles courtes. Tenant compte des remboursements, d'un montant de 5,7 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est élevé à 574,6 milliards, en progression de 3,1% par rapport à fin décembre.

**Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor**



Source : BAM.

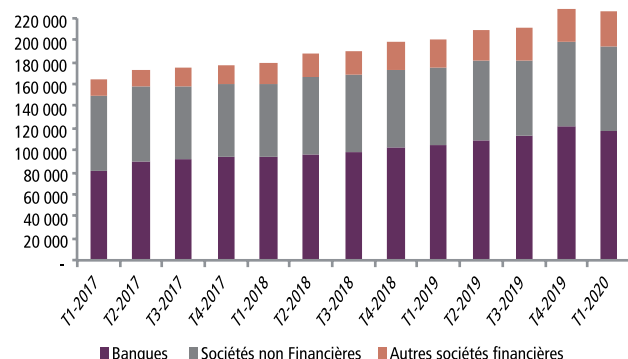
### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont établies à 14,5 milliards de dirhams en diminution de 57,4% par rapport au quatrième trimestre 2019. Les levées des banques sont revenues de 19,5 milliards à 6,1 milliards et celles des entreprises non financières de 9,8 milliards à 5,4 milliards. Tenant compte des

remboursements, l'encours de la dette privée a diminué de 1,3%, depuis le début de l'année, pour atteindre 226 milliards de dirhams.

Les émissions de la dette privée se sont établies à 2,4 milliards de dirhams en avril avec une absence d'émissions obligataires pour le deuxième mois consécutif. Tenant compte des remboursements, l'encours s'est chiffré à 224,9 milliards en diminution de 1,8% par rapport à fin décembre.

**Graphique 3.16 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur (en millions de dirhams)**



Sources : Maroclear et calculs BAM.

### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du premier trimestre de l'année, les souscriptions aux titres d'OPCVM ont progressé de 64,8% à 308,1 milliards de dirhams et les rachats de 65,9% à 294,7 milliards, soit une collecte nette de 13,4 milliards de dirhams qui a concerné les fonds « obligataires à moyen et long terme » avec 18,5 milliards, « monétaires » et « diversifiés » avec 2 milliards chacun et « actions » avec 955,3 millions. En revanche, les fonds obligataires à court terme et contractuels ont connu des décollectes nettes de 9,9 milliards et de 316,8 millions respectivement. S'agissant des performances, elles se sont établies à 0,6% pour les fonds obligataires à court terme, à 0,5% pour ceux monétaires et à 0,3% pour les fonds obligataires à moyen et long terme. En revanche, les fonds actions et diversifiés ont affiché des contre-

performances respectives de 18,2% et 6,1%. Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM s'est accru de 1,2% à 476,1 milliards. Cette évolution recouvre des progressions de 6,9% pour les fonds « obligations moyen et long termes » et de 3,9% pour ceux « monétaires », et des diminutions pour les autres fonds.

Les données arrêtées au 22 mai laissent apparaître une collecte nette de 1,6 milliard qui a concerné les fonds obligataires. Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM a baissé de 0,1% depuis le début de l'année à 469,9 milliards de dirhams. Cette évolution trouve son origine dans les diminutions de 17,2% pour les fonds « actions » et de 8,4% pour ceux « obligations court terme ». A l'inverse, l'actif des OPCVM « monétaires » et celui des « obligataires à moyen et long termes » ont progressé de 6,4 % et 2,8% respectivement.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2020 s'est soldée par un déficit budgétaire de 5 milliards de dirhams, contre 11,1 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 25,4 milliards du nouveau compte d'affectation spéciale intitulé « Fonds spécial pour la gestion de la pandémie coronavirus Covid-19 ». Compte non tenu de ce dernier, le déficit ressort en aggravation à 30,4 milliards de dirhams. Celle-ci résulte principalement du recul de 5,2% à 82,4 milliards des recettes ordinaires, impactées particulièrement par la baisse de 7,2% des rentrées fiscales, sous l'effet des mesures de confinement et de celles adoptées par le Comité de Veille Economique, quoique légèrement atténuées par l'amélioration de 75,1% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 9% à 91,2 milliards, résultat essentiellement des augmentations de 11,5% de la masse salariale et de 15,8% des dépenses des autres biens et services. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 8,8 milliards, au lieu d'un excédent de 3,2 milliards un an auparavant. De leur côté, les dépenses d'investissement ont baissé de 2,6% à 24,6 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 115,8 milliards, en alourdissement de 6,3%.

Le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 4,8 milliards à fin avril 2020, portant le déficit de caisse à 9,7 milliards, contre 20,7 milliards à fin avril 2019. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 6,5 milliards et un flux net extérieur positif de 3,2 milliards. Par conséquent, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 2,9% par rapport à son niveau à fin décembre 2019. Les conditions de financement du Trésor ressortent, quant à elles, favorables comme en témoigne la tendance baissière du taux moyen pondéré des titres émis par adjudications.

### 4.1 Recettes ordinaires

Les réalisations des recettes ordinaires au titre des quatre premiers mois de 2020 ont été en baisse de 5,2%, à 82,4 milliards, comparativement à la même période en 2019. Cette évolution recouvre une diminution de 7,2% à 77,3 milliards des rentrées fiscales, réalisées à hauteur de 30,3% par rapport à la loi de finances, et une hausse de 75,1% à 4,6 milliards de celles non fiscales. Le repli du produit fiscal s'explique principalement par le recul des recettes de l'IR, de l'IS, de la TVA à l'importation, des TIC et des droits d'enregistrement et de timbre, impactées notamment par la baisse de l'activité, induite par le confinement et par certaines mesures du Comité de Veille Economique.

Les recettes des impôts directs ont diminué de 6,4% à 32,6 milliards, résultat principalement d'une baisse de 3,5% à 15,1 milliards du produit de l'IS et de 10,2% à 14,9 milliards de celui de l'IR. L'évolution de ce dernier recouvre notamment une progression de 8,8% à 3 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses du Personnel et un repli de 25,6% à 827

millions de l'IR sur les profits immobiliers. Concernant la contribution sociale sur les bénéfices, elle a marqué une progression de 8,6% à 2,1 milliards.

De leur côté, les impôts indirects ont enregistré une baisse de 8,5% à 35,5 milliards de dirhams, induite principalement par le recul de 8,6% à 17,2 milliards des rentrées de la TVA à l'importation et de 19,5% à 8,4 milliards de celles de la TIC. Ces deux dernières taxes ont été impactées par le recul de l'activité et par l'effet combiné de la baisse des cours et des volumes des importations des produits pétroliers. N'étant pas encore pleinement impactées par les mesures du confinement en raison du décalage d'un mois entre les déclarations et les encaissements de cette taxe par les entreprises, les recettes de la TVA à l'intérieur ont augmenté de 3,7% à 9,9 milliards, tenant compte des remboursements d'un montant de 4,9 milliards au lieu de 4,4 milliards à fin avril 2019.

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

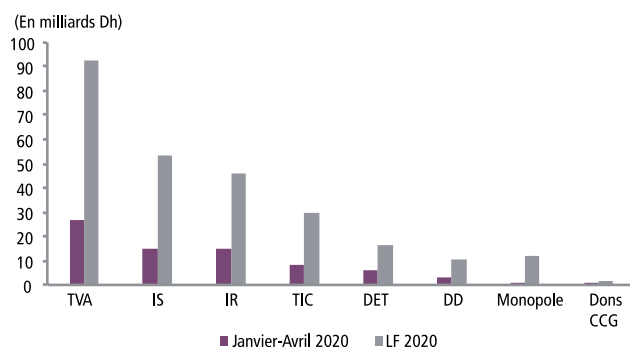
	Janv.-avr. 2019	Janv.-avr. 2020	Var en %	LF 2020	Réalisation par rapport à la LF (%)
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>86,9</b>	<b>82,4</b>	<b>-5,2</b>	<b>288,3</b>	<b>28,6</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>83,3</b>	<b>77,3</b>	<b>-7,2</b>	<b>255,2</b>	<b>30,3</b>
- Impôts directs	34,8	32,6	-6,4	105,4	30,9
Dont I.S	15,7	15,1	-3,5	53,0	28,5
I.R	16,6	14,9	-10,2	46,2	32,3
- Impôts indirects	38,8	35,5	-8,5	122,7	28,9
TVA*	28,4	27,1	-4,4	92,7	29,2
TIC	10,4	8,4	-19,5	30,0	28,0
- Droits de douane	3,1	3,1	0,5	10,4	29,9
- Enregistrement & timbre	6,7	6,1	-7,8	16,6	36,9
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>2,6</b>	<b>4,6</b>	<b>75,1</b>	<b>29,8</b>	<b>15,4</b>
- Monopoles	0,89	0,93	5,2	12,2	7,7
- Autres recettes	1,7	3,7	111,0	17,6	20,7
dont Dons CCG	0,3	0,1	-72,5	1,8	4,9
<b>Recettes des CST</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-45,5</b>	<b>3,3</b>	<b>15,5</b>

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

La régression des recettes de la TIC résulte principalement des replis de 22,8% à 4,4 milliards de celle sur les produits énergétiques et de 16,1% à 3,5 milliards de celle sur les tabacs.

De leur côté, les recettes des droits de douane ont affiché une hausse de 0,5% à 3,1 milliards, alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont reculé de 7,8% à 6,1 milliards.

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



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

Note :

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

Les recettes non fiscales se sont accrues de 75,1%, marquées par une augmentation de 5,2% à 934 millions des recettes des monopoles et participations, dont 786 millions proviennent de Bank Al-Maghrib, et par des rentrées de 1,8 milliard des fonds de concours, au lieu de 158 millions un an auparavant. Pour ce qui est des dons des pays du CCG, ils ont atteint 89 millions de dirhams, contre 324 millions encaissés à fin avril 2019.

## 4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies de 6,3% à 115,8 milliards sur les quatre premiers mois de 2020, recouvrant un accroissement de 9% à 91,2 milliards des dépenses ordinaires et une régression de 2,6% à 24,6 milliards des dépenses d'investissement. Les charges de biens et services se sont accrues de 12,9% à 67,9 milliards, traduisant des hausses de 15,8% à 22,9 milliards de la rubrique des autres biens et services et de 11,5% à 45 milliards de la masse salariale. L'évolution de cette dernière découle d'une augmentation de 10,6% de sa composante structurelle et d'une baisse de 19,6% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel. Concernant les dépenses des autres biens et services, elles incorporent des hausses de 12,2% à 9,2 milliards des versements aux établissements et entreprises publics et de 350% à 5,4 milliards au profit des comptes spéciaux du Trésor.

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

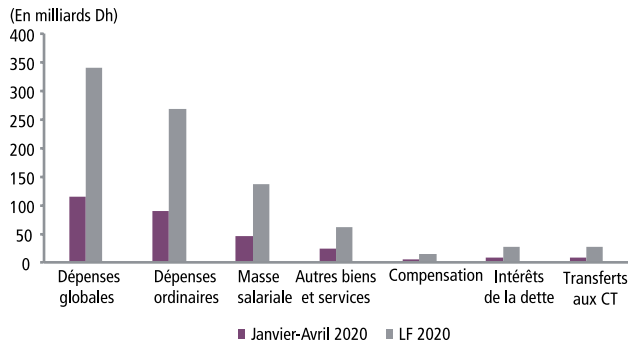
	Janv.-avr. 2019	Janv.-avr. 2020	Var. en %	LF 2020	Exécution par rapport à la LF (%)
<b>Dépenses globales</b>	<b>108,9</b>	<b>115,8</b>	<b>6,3</b>	<b>339,6</b>	<b>34,1</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>83,7</b>	<b>91,2</b>	<b>9,0</b>	<b>269,3</b>	<b>33,9</b>
Biens et services	60,1	67,9	12,9	198,8	34,2
Personnel**	40,4	45,0	11,5	138,1	32,6
Autres biens et services	19,7	22,9	15,8	60,7	37,7
Intérêts de la dette	9,7	9,8	0,5	28,0	35,0
Compensation	5,3	5,4	2,3	14,6	36,8
Transferts aux CT	8,5	8,1	-4,4	27,8	29,2
<b>Investissement</b>	<b>25,2</b>	<b>24,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>70,4</b>	<b>34,9</b>

\* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales.

\*\* Les charges sociales au titre de la part patronale, classées auparavant au niveau des autres biens et services, ont été inscrites au niveau des dépenses du personnel.

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

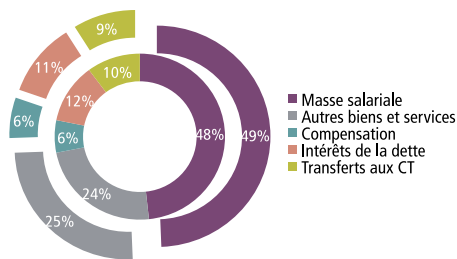
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances**



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette ressortent en hausse de 0,5% à 9,8 milliards, résultat des augmentations de 0,4% à 9,1 milliards des intérêts sur la dette intérieure et de 2,6% à 727 millions de ceux sur la dette extérieure.

**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**



Anneau intérieur : Janvier-Avril 2019  
Anneau extérieur : Janvier-Avril 2020

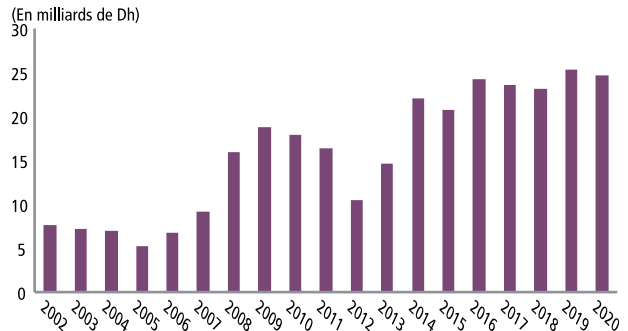
Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

S'agissant de la charge de compensation, elle s'est accrue de 2,3% à 5,4 milliards. Les données disponibles de la Caisse de Compensation relatives au premier trimestre de l'année indiquent une augmentation de 25,6% à 3 milliards des subventions relatives au gaz butane et une hausse de 2,4% à 873 millions pour celles allouées au sucre. Selon la même source, le cours moyen sur les quatre premiers mois de 2020 du gaz butane sur le marché international a baissé de 19,4% à 381,3 dollars la tonne, alors que celui du sucre brut a progressé de 1% à 305 dollars la tonne.

Concernant les dépenses d'investissement, elles se sont repliées de 2,6% à 24,6 milliards, avec une baisse en

glissement annuel de 10,5% du flux du mois d'avril 2020. En dépit de cette diminution, l'exécution de ces dépenses reste en ligne avec les prévisions d'émission de la loi de finances.

**Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin avril**

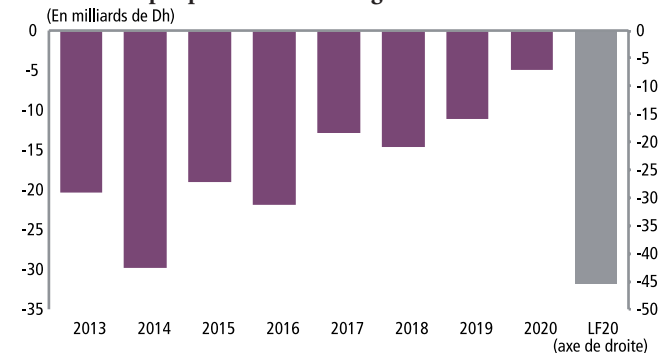


Source : MEFRA (DTFE).

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

La situation du Trésor s'est soldée par un déficit budgétaire de 5 milliards, contre 11,1 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde des comptes spéciaux de Trésor de 28,4 milliards, contre 10,9 milliards à fin avril 2019, reflétant le solde positif de 25,4 milliards du Fonds Covid-19. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance de 4,8 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 9,7 milliards, contre 20,7 milliards une année auparavant.

**Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin avril**



Source : MEFRA (DTFE).

Ce besoin a été financé par des ressources intérieures d'un montant net de 6,5 milliards et par des concours extérieurs nets de 3,2 milliards. Les tirages extérieurs

bruts se sont élevés à 6 milliards, dont 4,3 milliards proviennent de la Banque mondiale et 1,5 milliard du Fonds Monétaire Arabe.

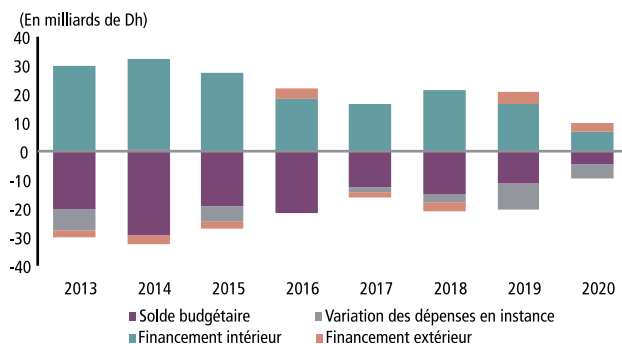
**Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)**

	Janv.-avr. 2019	Janv.-avr. 2020	LF 2020
<b>Solde ordinaire</b>	<b>3,2</b>	<b>-8,8</b>	<b>19,1</b>
Solde des CST	10,9	28,4	6,0
y.c. Fonds Covid-19	-	25,4	-
Solde primaire	-1,4	4,8	-17,3
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-11,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-45,3</b>
Variation des opérations en instance	-9,5	-4,8	
<b>Besoin de financement</b>	<b>-20,7</b>	<b>-9,7</b>	<b>-45,3</b>
Financement intérieur	16,5	6,5	27,7
Financement extérieur	4,2	3,2	14,6
Privatisation	0,0	0,0	3,0

Source : MEFRA (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications des bons du Trésor a porté sur un montant net de 17,4 milliards contre 8,1 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté principalement sur les bons à 2 ans à hauteur de 9,2 milliards, les bons à 30 ans pour 5,7 milliards, les bons à 15 ans pour 5,6 milliards, les bons à 20 ans pour un montant de 5,3 milliards et les bons à 52 semaines pour 1,9 milliard. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné les bons à 10 ans et 5 ans pour des montants respectifs de 5,4 milliards et 4,8 milliards.

**Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin avril\***



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

Source : MEFRA (DTFE).

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications demeurent favorables sur les quatre premiers mois de 2020 par rapport à la même période en 2019. Les TMP des bons à 52 semaines et à 2 ans ont légèrement diminué respectivement de 3 points de base (pdb) à 2,33% et de 9 pdb à 2,38%. Pour les maturités longues, les taux ont poursuivi leur tendance baissière, avec notamment des replis de 66 pdb à 2,94% des taux à 15 ans, de 60 pdb à 3,22% pour ceux à 20 ans et de 59 pdb à 3,84% pour ceux à 30 ans.

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

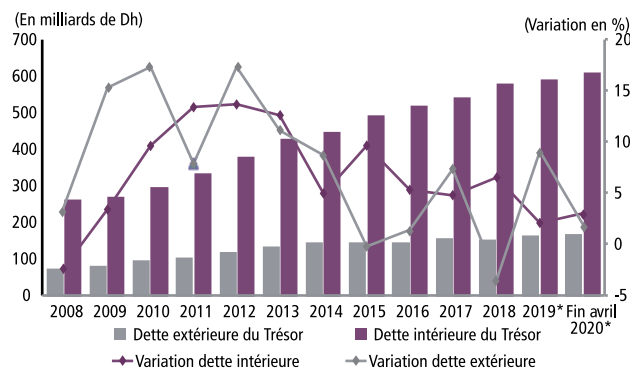
	2015	2016	2017	2018	2019	Fin avr. 2020*
<b>Dettes extérieures du Trésor</b>	<b>140,8</b>	<b>142,8</b>	<b>153,2</b>	<b>148,0</b>	<b>161,5</b>	<b>164,7</b>
Var en %	-0,2	1,4	7,3	-3,4	9,1	2,0
<b>Dettes intérieures du Trésor</b>	<b>488,4</b>	<b>514,7</b>	<b>539,1</b>	<b>574,6</b>	<b>586,5</b>	<b>604,6</b>
Var en %	9,6	5,4	4,8	6,6	2,1	3,1
<b>Encours de la dette directe</b>	<b>629,2</b>	<b>657,5</b>	<b>692,3</b>	<b>722,6</b>	<b>748,0</b>	<b>769,3</b>
Var en %	7,3	4,5	5,3	4,4	3,5	2,9

\*Pour les dettes à fin avril 2020, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Source : MEFRA (DTFE).

Pour ce qui est de la dette à fin avril 2020, elle ressort en augmentation de 2,9% par rapport à son niveau à fin décembre 2019. Cette évolution reflète une progression de 3,1% de la composante intérieure et de 2% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



Sources : MEFRA (DTFE), \* Estimations BAM.

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les dernières données disponibles des comptes nationaux qui portent sur le quatrième trimestre 2019, font ressortir une décélération de la croissance à 2,1% contre 2,8% un an auparavant, avec une baisse de 5,2%, après une hausse de 3,5%, de la valeur ajoutée agricole et une accélération de 2,5% à 3% du rythme des activités non agricoles. Sur l'ensemble de l'année 2019, le PIB a augmenté de 2,5% avec une hausse de 3,8% de la valeur ajoutée non agricole et un recul de 5,8%, de celle agricole.

Au premier semestre 2020, l'activité économique a été marquée par la conjonction de la chute de la récolte céréalière impactée par la sécheresse d'une part, et par l'effet sévère de la pandémie du covid-19 sur les activités non agricoles de l'autre, particulièrement après la mise en place des mesures de confinement à partir du 20 mars. Ce choc devrait impacter l'activité à travers plusieurs canaux. Il s'agit notamment de l'arrêt total ou partiel de l'activité de plusieurs secteurs, des perturbations des chaînes d'approvisionnement et du reflux de la demande aussi bien domestique qu'étrangère. Dans ces conditions, la valeur ajoutée agricole aurait baissé de 4,8% en moyenne au premier semestre et les activités non agricoles auraient quasiment stagné d'une année à l'autre au premier trimestre et chuté de 9,6% au deuxième trimestre. La croissance se serait ainsi établie à -4,7% en moyenne au premier semestre après une progression de 2,4% un an auparavant.

Sur le marché du travail, les données relatives au premier trimestre 2020 indiquent que l'économie nationale a généré 77 mille emplois nets depuis le même trimestre de 2019, contre une perte de 2 mille un an auparavant, résultat d'une création de 192 mille dans les services et de 23 mille dans l'industrie y compris l'artisanat, ainsi que des pertes de 134 mille dans l'agriculture et mille dans le BTP. Tenant compte d'une entrée nette de 285 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage s'est aggravé de 9,1% à 10,5% globalement, de 13,3% à 15,1% dans les villes et de 3,1% à 3,9% dans les campagnes. Concernant le coût du travail, les données disponibles relatives au premier trimestre montrent une baisse annuelle de l'indice des salaires dans le secteur privé de 1,4% en termes nominaux après un accroissement de 1,2% un an auparavant et une diminution de 2,6% en termes réels au lieu d'une hausse de 1,4%.

### 5.1 Demande intérieure

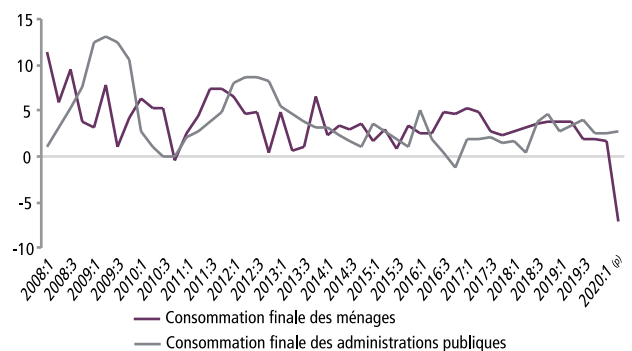
#### 5.1.1 Consommation

Au quatrième trimestre 2019, les données des comptes nationaux font ressortir une décélération du rythme de la consommation des ménages à 1,8% au lieu de 3,7% au même trimestre de l'année précédente. Sa contribution à la croissance s'est établie à 1 point de pourcentage après 2,1 points. Sur l'ensemble de l'année, son taux de progression s'est situé à 1,8% contre 3,4% en 2018.

Au premier semestre de 2020, l'entrée en vigueur du confinement à partir du 20 mars aurait impacté négativement la consommation des ménages dont le rythme se serait replié de 2,7% en moyenne, avec notamment un creux prononcé au deuxième trimestre. Toutefois, les achats massifs en particuliers ceux des produits alimentaires et les mesures d'aide financière

décidées par le Comité de Veille Economique en faveur des salariés déclarés à la CNSS en arrêt temporaire de l'activité et des ménages exerçant dans le secteur informel auraient permis d'atténuer l'impact sur les dépenses de consommation des ménages.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle a ralenti à 2,5% au quatrième trimestre contre 4,6% une année auparavant, ramenant sa contribution à la croissance à 0,5 point de pourcentage au lieu de 0,8 point. Pour l'ensemble de l'année 2019, le rythme de sa progression s'est accéléré de 4,7% au lieu de 2,7% une année auparavant.

Au premier semestre de 2020, elle se serait accrue de 2,7% en en liaison principalement avec les dépenses effectuées pour atténuer l'impact de la crise sanitaire.

### 5.1.2 Investissement

L'investissement a enregistré une baisse de 3,8% au quatrième trimestre de 2019 contre une hausse de 1,6% une année auparavant, sa participation à la croissance étant ainsi ressortie négative de 1,3 point de pourcentage au lieu d'une contribution positive de 0,6 point au même trimestre une année auparavant. Sur l'ensemble de l'année, son rythme de progression s'est établi à 0,1% contre 5,8% en 2018.

Cette orientation baissière se serait poursuivie, au premier semestre de 2020, avec une ampleur plus importante dans le contexte d'une part, de l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs au niveau national, suite à l'instauration des mesures de confinement, et de la baisse des investissements directs étrangers. En effet, les importations de biens d'équipement auraient enregistré une baisse importante, les entreprises auraient puisé dans leurs stocks pour répondre à la demande.

### 5.2 Demande extérieure

La demande extérieure a poursuivi son redressement au quatrième trimestre, avec une contribution positive à la croissance à hauteur de 1,9 point de pourcentage, au lieu d'une participation négative de 0,6 point au même trimestre de l'année précédente. En effet, le rythme des importations de biens et services a enregistré un net ralentissement à 0,4% contre 5,4% alors que celui des

exportations s'est maintenu à un rythme quasi stable à 5,3%.

Sur l'ensemble de l'année 2019, la participation à la croissance des exportations nettes ressort à 0,5 point de pourcentage après une participation négative de 1,2 point une année auparavant.

Au premier semestre 2020, les exportations de biens et services auraient enregistré une baisse de 22,2% suite à l'affaissement de la demande étrangère, aux perturbations des chaînes d'approvisionnement et l'arrêt partiel ou total dans plusieurs secteurs exportateurs. Pour leur part, les importations auraient connu un repli de 17,8% en moyenne en liaison avec la contraction des achats des différents produits importés en particuliers ceux de biens d'équipement, de demi-produits et des produits bruts.

### 5.3 Offre globale

Au quatrième trimestre 2019, la croissance a décéléré à 2,1%, avec une baisse de 5,2% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 3% de celle non agricole. Sur l'ensemble de l'année 2019, la croissance économique a de nouveau ralenti, revenant à 2,5% contre 3,1% en 2018. Cette évolution est le résultat d'un repli de 5,8%, après une hausse de 3,7%, de la valeur ajoutée agricole et d'une accélération de 2,9% à 3,8% du rythme des activités non agricoles.

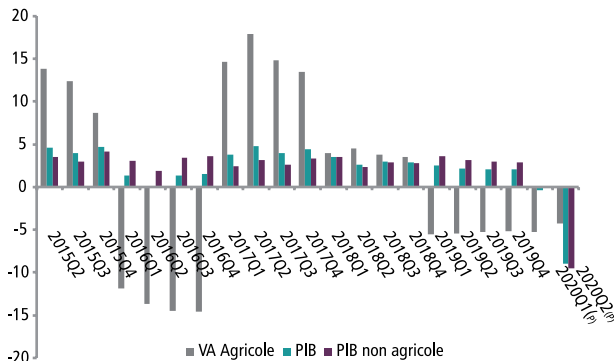
Au premier semestre 2020, le PIB se serait contracté de 4,7%, après un accroissement de 2,4% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole aurait accusé une nouvelle diminution de 4,8%, après 5,5%, reflétant une baisse sensible de 42% de la récolte céréalière, sous l'effet des conditions climatiques défavorables.

S'agissant des activités non agricoles, elles auraient enregistré à partir de la mi-mars 2020 un retournement de tendance qui a concerné la plupart des branches d'activité sous l'effet notamment des mesures



de confinement pour limiter la propagation de la pandémie du Covid-19, des perturbations au niveau des chaînes d'approvisionnement en intrants et de la chute de la demande étrangère. Dans ces conditions, la valeur ajoutée non agricole aurait quasiment stagné au premier trimestre 2020 et chuté de 9,6% au deuxième trimestre, après des progressions respectives de 3,8% et de 3,3% un an auparavant.

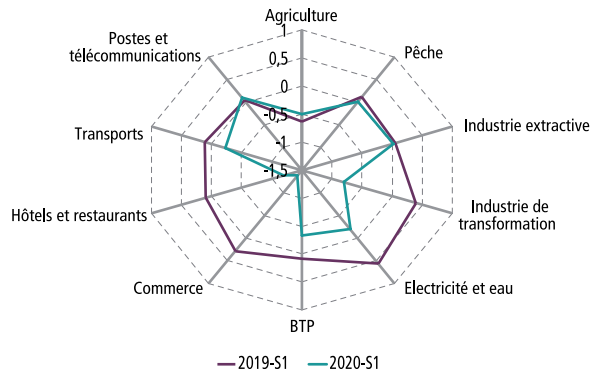
**Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)**



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, l'activité aurait accusé une régression de 5,2% au premier semestre 2020 après une amélioration de 4,1% un an auparavant. Par branche, à l'exception de celle de l'industrie extractive qui aurait maintenu un rythme positif de 1,1% après 2,2%, l'activité se serait repliée de 5,3%, après une augmentation de 2,5%, dans les industries manufacturières, suite notamment au ralentissement ou l'arrêt temporaire de l'activité dans plusieurs branches (construction automobile, aéronautique, textile, etc.). Elle aurait également diminué de 6,9%, contre un accroissement de 22,2%, pour la branche « électricité et eau », suite à la baisse de l'activité économique, et de 6,4%, après une hausse de 1,4% dans le BTP, avec la mise à l'arrêt de nombreux chantiers.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant du tertiaire, l'activité aurait accusé une contraction de 4,6% après une hausse de 3,1%. Par branche, elle aurait affiché une baisse de 47,7%, contre une amélioration de 4,1%, pour l'hôtellerie et la restauration qui reste la branche la plus touchée par les effets de la pandémie en raison de la fermeture des frontières et du confinement imposé par les autorités. Elle aurait également connu un repli de 5,9%, après une progression de 2,9%, pour les services de transport, reflétant notamment l'arrêt du trafic de voyageurs, la baisse de l'activité économique et des échanges extérieurs, et de 17,9% après une augmentation de 3,6% dans le « commerce ». A l'inverse, la valeur ajoutée de la branche « postes et télécommunications » se serait accélérée de 1,9% à 5,1%, bénéficiant d'une utilisation plus importante des moyens de télécommunications notamment au cours de la période de confinement (éducation, télétravail, etc.).

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

Entre le premier trimestre 2019 et la même période de 2020, la situation sur le marché du travail a été marquée par une hausse de 2,4% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 12,2 millions de personnes. Cette

progression a été plus prononcée en milieu urbain avec un taux de 3,5% contre 0,8% en zones rurales. Tenant compte d'une augmentation de la population en âge d'activité, le taux de participation est passé de 45,7% à 46% globalement, de 41,6% à 42,1% dans les villes et de 53% à 53,3% dans les campagnes.

En parallèle, les créations d'emplois se sont élevées à 77 mille postes, contre une perte de 2 mille un an auparavant, portant ainsi la population active occupée à près de 11 millions de personnes, en accroissement de 0,7%. Par secteur d'activité, les services ont créé 192 mille postes et l'industrie y compris l'artisanat 23 mille, alors que l'agriculture et le BTP ont accusé des pertes respectives de 134 mille et mille.

## 5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a enregistré un rebond de 19,2% à près de 1,3 million de personnes, et le taux de chômage s'est aggravé de 9,1% à 10,5% au niveau national, de 13,3% à 15,1% dans les villes et de 3,1% à 3,9% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est accru de 3,9 points à 26,8% globalement et de 3,4 points à 41,4% pour les citadins. Pour sa part, le taux de sous-emploi<sup>1</sup> est revenu de 9,7% à 8,8% au niveau national, recouvrant un repli de 8,8% à 8,7% en milieu urbain et de 10,7% à 8,9% en zones rurales.

## 5.4.3 Productivité et salaires

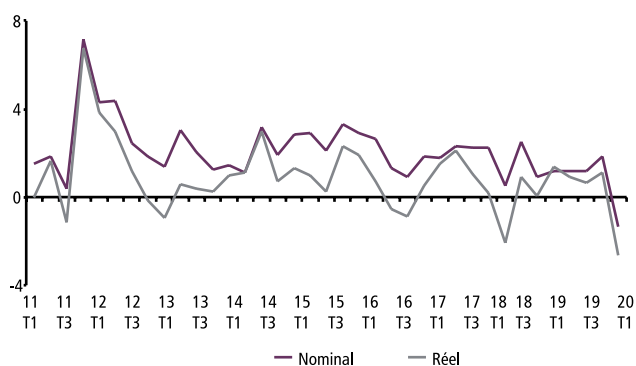
Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail aurait reculé de 3,6% au premier trimestre 2020, après une progression de 1,3%, traduisant une décélération de 3,8% à 0,2% de la valeur ajoutée, liée aux effets de la propagation de la pandémie, et une accélération de 2,5% à 4% des effectifs employés<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Les données sur la situation du marché du travail pour le premier trimestre 2020 ont été collectées entre le 1er janvier et le 20 mars et ne renseignent pas donc sur l'impact des restrictions liées à la pandémie.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, a accusé une baisse de 1,4% en termes nominaux au premier trimestre après une augmentation de 1,2% à la même période de l'année précédente et a diminué de 2,6% en termes réels au lieu d'une hausse de 1,4%.

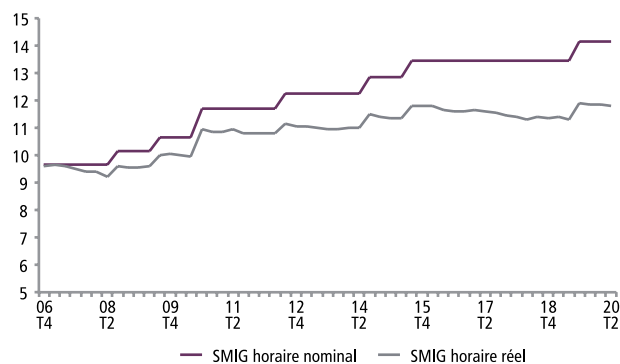
**Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est élevé au premier trimestre 2020 à 14,13 dirhams en termes nominaux, en augmentation de 5% par rapport à la même période de l'année dernière et ce, suite à l'accord conclu dans le cadre du dialogue social en mai 2019. Tenant compte d'une hausse de 1,3% de l'indice des prix à la consommation, il s'est accru en termes réels, de 3,6% et devrait progresser de 4,4% au deuxième trimestre 2020.

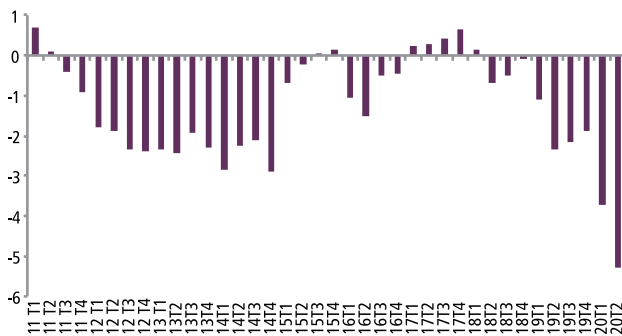
**Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)**



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours du premier semestre 2020.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T1 2019	T1 2020	
<b>Taux d'activité (en %)</b>	<b>45,7</b>	<b>46,0</b>	
Urbain	41,6	42,1	
Rural	53,0	53,3	
<b>Taux de chômage (en %)</b>	<b>9,1</b>	<b>10,5</b>	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	22,9	26,8	
Urbain	13,3	15,1	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	38,0	41,4	
Rural	3,1	3,9	
<b>Créations d'emplois (en milliers)</b>	<b>-2</b>	<b>77</b>	
Urbain	181	80	
Rural	-183	-3	
Secteurs			
- Agriculture	-	-134	
- Industrie y compris l'artisanat	-	23	
- BTP	-	-1	
- Services	-	192	
<b>Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)</b>	<b>1,3</b>	<b>-3,6</b>	
<b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>	<b>Termes nominaux</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,4</b>
	<b>Termes réels</b>	<b>1,4</b>	<b>-2,6</b>

\* Les créations d'emplois par secteur n'ont pas été publiées pour T1 2019.  
Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

### Encadré 5.1 : Mesures prises par le Comité de Veille Economique (CVE) pour l'atténuation de l'impact économique de la crise sanitaire engendrée par la pandémie COVID-19

En vue de limiter la propagation de la pandémie du COVID-19 sur le territoire national, les autorités marocaines ont pris plusieurs mesures décisives sous les directives de Sa Majesté le Roi. Elles ont ainsi entamé une suspension progressive des vols internationaux de passagers à partir de fin janvier et un arrêt généralisé des liaisons maritimes et aériennes de passagers à compter du 15 mars. Elles ont décrété par la suite l'état d'urgence sanitaire sur l'ensemble du territoire national du 20 mars 2020 au 20 avril 2020. Cette période a été par la suite prolongée une première fois d'un mois puis une deuxième fois de 20 jours jusqu'au 10 juin. Parallèlement, pour instaurer la distanciation sociale, d'autres mesures de restrictions ont été adoptées graduellement sur tout le territoire, avec notamment la fermeture à partir du 16 mars des établissements scolaires et universitaires, des cafés, des restaurants, des salles de cinéma et de théâtre ainsi que des mosquées. Il a été également procédé le 21 mars 2020 à l'arrêt des liaisons autocars et trains voyageurs entre les villes, la suspension des vols domestiques et l'interdiction des déplacements routiers.

Sur le volet économique, sur instruction de Sa Majesté le Roi, un fonds spécial dédié à la gestion de la pandémie du Coronavirus a été créé le 19 mars 2020. Il est réservé, d'une part, à la prise en charge des dépenses de mise à niveau du dispositif médical en termes d'infrastructures et de moyens supplémentaires à acquérir dans l'urgence. Il sert, d'autre part, au soutien de l'économie nationale, à travers une batterie de mesures ciblées qui seront proposées par le gouvernement, notamment en termes d'accompagnement des secteurs vulnérables aux chocs induits par la crise, tels que le tourisme, ainsi qu'en matière de préservation des emplois et d'atténuation des répercussions sociales de cette crise.

Doté d'une enveloppe initiale de 10 milliards de DH, ses ressources, auxquelles ont contribué les entreprises et les institutions aussi bien publiques que privées, ainsi que les particuliers, ont plus que triplé en l'espace de quelques semaines pour atteindre 32,7 milliards au 18 mai grâce à un élan de solidarité exceptionnel.

Face à l'impact prévu sur la balance des paiements, le Ministère de l'Economie et des Finances et de la Réforme de l'Administration et Bank Al-Maghrib ont procédé en date du 7 avril au tirage sur la totalité du montant de l'accord au titre de la Ligne de Précaution et de Liquidité (LPL) conclu entre le Maroc et le FMI, soit 2,9 milliards de dollars, remboursable sur une période de 5 ans, avec une période de grâce de 3 ans.

Dans le même sens, et pour permettre au Trésor de maximiser la mobilisation des financements extérieurs, un décret-loi relatif au dépassement du plafond des emprunts extérieurs fixé par la loi de finances pour l'année budgétaire 2020 a été adopté le 7 avril 2020.

En parallèle, un Comité de veille économique a été mis en place le 11 mars pour suivre l'évolution de la situation économique et pour décider des réponses appropriées en termes d'accompagnement des secteurs vulnérables aux chocs induits par la crise du Coronavirus et du soutien du pouvoir d'achat des ménages touchés. Présidé par le Ministre de l'Economie, des Finances et de la Réforme de l'Administration, ce comité est composé de plusieurs départements ministériels, de BAM et de représentants du système bancaire et des entreprises. Il a tenu jusqu'au 21 mai 8 réunions au cours desquelles plusieurs décisions ont été prises au profit des ménages et des entreprises. Pour le soutien de ces derniers, les principales mesures concernent :

- Le report, si besoin, des échéances des obligations fiscales du 31 mars au 30 juin 2020 pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 20 millions de DH ;
- La suspension du paiement des charges sociales jusqu'au 30 juin 2020 ;
- Le report des échéances des crédits bancaires et des échéances de Leasing au profit des entreprises et des ménages impactés par la crise ainsi que les personnes exerçant une profession libérale en difficulté, jusqu'au 30 juin sans paiement ni de frais ni de pénalités ;
- Le lancement par la CCG d'un nouveau produit de garantie « Damane Oxygene » qui vise la mobilisation des ressources de financement en faveur des entreprises, y compris celles opérant dans le secteur immobilier, dont la trésorerie s'est dégradée à cause de la baisse de leur activité. Il couvre 95% du montant du crédit et permet ainsi aux banques de mettre en place rapidement des découverts exceptionnels pour financer le besoin en fonds de roulement des entreprises cibles. Il est à souligner que l'octroi de cette garantie a été prorogée jusqu'au 31 décembre 2020 et assouplie, avec la suppression des sûretés exigées, en faveur des TPE, des PME et des Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) ;
- La mise en place d'un crédit à taux zéro pour les autoentrepreneurs, impactés par la crise du Covid-19 pouvant atteindre un montant de 15 mille dirhams, les intérêts y afférents étant totalement pris en charge par le secteur des assurances ;
- La constitution d'une Commission chargée de statuer sur les dossiers des entreprises ayant déclaré plus de 500 employés en arrêt provisoire du travail ou enregistrant une baisse de leur chiffre d'affaires entre 25% et 50% ; et
- La mise en place du dispositif de garantie par l'Etat du financement de la phase de relance post crise. Celui-ci couvre toutes les entreprises, publiques et privées impactées par la pandémie. Il permet de financer le besoin en fonds de roulement avec un taux d'intérêt maximum de 4% et un remboursement pouvant s'étaler sur sept ans avec deux ans de délai de grâce. Deux nouveaux produits de garantie sont ainsi lancés : « Relance TPE » pour lequel, la garantie de l'Etat s'élève à environ 95%, accordée aux TPE dont le chiffre d'affaires est inférieur à 10 millions de dirhams et « Damane Relance », avec une garantie de l'Etat variant entre 80% et 90% en fonction de la taille de l'entreprise. Pour les entreprises publiques, la garantie de l'Etat sera de 100%.

Sur le plan social, plusieurs mesures ont été mises en place pour venir en aide aux travailleurs et aux ménages impactés par la crise au cours de la période allant du 1<sup>er</sup> mars au 30 juin 2020. Il s'agit en particulier de :

- La suspension du paiement des cotisations sociales dues à la CNSS pour les affiliés et la remise gracieuse des majorations de retard au titre de la période précitée ;
- L'octroi d'une indemnité forfaitaire mensuelle nette de 2.000 DH et du maintien des prestations relatives à l'AMO et des allocations familiales au profit des salariés affiliés à la CNSS et qui sont en arrêt partiel ou total du travail, suite aux répercussions de la crise sanitaire.
- Le versement d'indemnités en deux phases, dans le cadre de l'opération « Tadamon », aux travailleurs du secteur informel bénéficiant du RAMED. Selon la taille du ménage, cette indemnité s'élève à 800 DH par mois pour 2 personnes ou moins, 1000 DH pour ceux formés de trois à quatre personnes et 1200 DH pour les ménages de plus de 4 personnes. Les ménages ne disposant pas de RAMED, opérant dans le secteur informel et qui ont perdu leurs revenus suite au confinement obligatoire, bénéficient également de cette disposition sur la base d'une demande à formuler via une plateforme électronique dédiée ;
- L'exonération, sur instruction de Sa Majesté le Roi, des droits de bail pendant la période de l'état d'urgence sanitaire pour les locataires des locaux des Habous destinés au commerce, aux métiers, aux services et à l'habitation<sup>1</sup> ;
- Le report des délais des déclarations de revenus pour les personnes physiques qui le souhaitent, de fin avril au 30 juin 2020 ;
- L'exonération de l'impôt sur le revenu, tout complément d'indemnité versé au profit des salariés (affiliés à la CNSS) par leurs employeurs, dans la limite de 50% du salaire mensuel net moyen ; et
- Le report jusqu'au 30 juin 2020 des échéances des crédits logement et consommation pour les personnes ayant des échéances mensuelles de crédit allant jusqu'à 3000 DH pour les crédits logement et 1500 DH pour les crédits consommation. L'intégralité des intérêts intercalaires générés par ce report ayant été pris en charge par l'Etat et le secteur bancaire ;

En termes de résultats, le nombre des dossiers de crédit garantis par l'Etat « Damane oxygène » a atteint à fin mai 21 450 entreprises pour un montant de 11 milliards DH. Ils ont bénéficié aux entreprises opérant dans le commerce (35%), les services (16%), l'industrie (15%), le BTP (12%) et les transports et communications (8%).

Pour ce qui est des reports d'échéances de crédit, près de 438 800 demandes ont été approuvées à fin avril dont 94% au profit des particuliers et 6% des entreprises. Par objet de crédits, les reports en nombre ont concerné les crédits à l'habitat (48,5%), suivis des crédits à la consommation (45,8%), du leasing (4,5%), des crédits à l'équipement (1%) et des crédits de trésorerie (0,2%). Les reports d'échéances des entreprises en nombre ont bénéficié aux TPME à hauteur de 84%, suivi des GE (16%). En montant, les échéances reportées concernent à 42% les TPME et à 58% les GE. Par secteur d'activité, 34% des reports ont concerné les industries, suivis du commerce (18%), les transports et communications (12%), l'agriculture et pêche et le BTP (9% chacun) et les hôtels et restaurants (5%). En termes de montants, la part du secteur des transports et communications est de 20%, suivi des industries (18%), du BTP (13%), du commerce (9%) et des hôtels et restaurants (6%).

<sup>1</sup> Cette exonération ne concerne pas les fonctionnaires.

Par ailleurs, 134 000 entreprises ont déclaré 950 000 salariés en arrêt provisoire de travail en avril. Pour le soutien aux populations « ramédistes » et « non ramédistes » dans le cadre de l'opération « Tadamon », plus de 4,2 millions de bénéficiaires ont été servis pour une enveloppe globale de 4,1 milliards de dirhams respectivement pour les phases 1 et 2. En outre, suite au traitement des deux millions de réclamations reçues depuis le 21 mai, date d'ouverture de la plateforme dédiée à ce sujet, près de 1,4 million nouveaux bénéficiaires ont été servis pour une enveloppe globale de 1,3 milliard de dirhams. Au total, ce sont plus de 5,5 millions de ménages qui auraient bénéficié du soutien financier.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

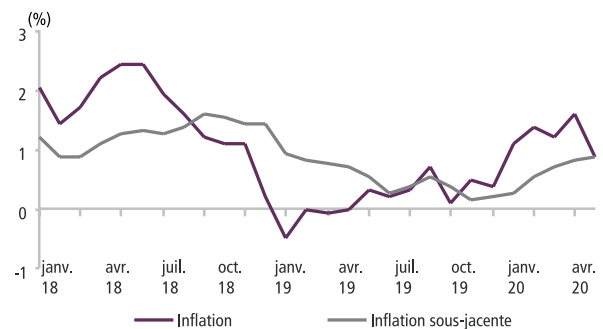
Instaurées depuis mi-mars 2020, les restrictions mises en place par les autorités pour contenir la propagation de la pandémie du Covid-19, ont induit des changements des habitudes de consommation des ménages aussi bien volontaires qu'involontaires. Toutefois, compte tenu de l'approche retenue par le HCP, au même titre que d'autres instituts statistiques internationaux, la structure du panier de l'indice des prix à la consommation est restée inchangée et une méthode statistique de traitement des prix de certains produits a été utilisée. Dans ces conditions, l'inflation au premier trimestre est ressortie quasiment au même niveau projeté dans le RPM de mars 2020, soit 1,4% après 0,2% en 2019. Ce mouvement d'accélération a été, en revanche, interrompu en avril, où l'inflation a reculé à 0,9%, sous l'effet principalement de la chute de 24,2%, au lieu d'une hausse de 3,7% au premier trimestre, des prix des carburants et lubrifiants, eux même impactés par le reflux des cours internationaux des produits pétroliers. Parallèlement, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont progressé de 6,8% au lieu de 5,6% sous l'effet de la hausse de la demande au cours de la période de confinement et à l'approche du mois de Ramadan. Ces deux événements se sont également traduits par l'accélération du rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente, portant ainsi cette dernière à 0,9% après 0,7% le trimestre passé.

L'évolution de l'inflation au deuxième trimestre 2020 demeure entourée d'importantes sources d'incertitudes d'origine aussi bien internes qu'externes. Globalement, l'inflation devrait s'établir autour de 0,8% et sa composante sous-jacente devrait ressortir proche de 1%.

### 6.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie à un niveau faible en 2019, l'inflation s'est fortement accélérée au cours des premiers mois de 2020 pour s'établir à 1,4% en moyenne au premier trimestre. Cette orientation a été, toutefois, interrompue en avril, dans un contexte marqué, au niveau international, par un reflux sensible des cours des produits pétroliers et, au niveau national par les dispositions prises dans le cadre de la lutte contre la propagation de la pandémie du Covid-19 et l'avènement du mois de Ramadan. Ainsi, l'inflation s'est de nouveau affaiblie, revenant à 0,9%, tirée par le net repli des prix des carburants et lubrifiants dont l'effet a été légèrement atténué par l'accélération du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils que de ceux inclus dans l'inflation sous-jacente. En conséquence, l'inflation sous-jacente est passée de 0,7% à 0,9%. Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont évolué au même rythme qu'au trimestre précédent, en absence de décisions gouvernementales afférentes.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	févr. 20	mars 20	avr. 20	févr. 20	mars 20	avr. 20
<b>Inflation</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	-0,6	3,9	2,1	3,7	9,0	6,8
- Produits réglementés	0,2	0,0	0,0	0,6	0,6	0,5
- Carburants et lubrifiants	-4,9	-6,6	-16,2	4,9	-6,7	-24,2
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>
- Produits alimentaires	0,0	0,2	0,1	0,1	0,4	0,7
- Articles d'habillement et chaussures	-0,4	-0,3	0,0	0,8	0,7	0,9
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles <sup>1</sup>	0,2	0,0	0,0	1,3	1,3	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1
- Santé <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,1	0,2	0,6	0,6
- Transport <sup>2</sup>	0,8	0,1	-0,2	0,7	1,0	0,5
- Communication	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,5
- Loisirs et cultures <sup>1</sup>	-0,3	-0,1	0,0	-1,2	-1,4	-1,3
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,1	3,2	3,2
- Restaurants et hôtels	-0,1	0,0	0,0	1,5	1,5	1,3
- Biens et services divers <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	1,2

<sup>1</sup> Hors produits réglementés.

<sup>2</sup> Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

### Encadré 6.1 : Nouvel indice des prix à la consommation (base 100=2017)

L'indice des prix à la consommation (IPC) a été publié par le HCP, pour la première fois, en 2009, en remplacement de l'Indice du coût de la vie (ICV) utilisé jusqu'au là comme base pour le calcul de l'inflation. Depuis, l'IPC avait 2006 comme année de base.

En mars 2018, le HCP a procédé, à la mise à jour de la structure de l'IPC, maintenant 2006 comme année de base et retenant le mois de décembre 2017 comme base intermédiaire.

Dans le but d'intégrer les changements des habitudes de consommation des ménages marocains observés au cours des dernières années, tels qu'appréhendés par l'enquête sur la consommation et les dépenses des ménages de 2014, le HCP a procédé à une nouvelle réforme de cet indice dont les résultats ont été publiés le 20 mai courant consécutivement à l'adoption, par le Conseil de Gouvernement, du décret fixant les éléments le constituant et sa publication dans le bulletin officiel n° 6880 du 7 mai 2020. Désormais, à partir de janvier 2017, les données de l'IPC adoptent 2017 comme année de base au lieu de 2006 précédemment.

Deux principales modifications ont été opérées au niveau de l'IPC. Il s'agit, d'un côté, de l'élargissement de sa couverture géographique à 18 villes au lieu de 17 auparavant, avec l'introduction de la ville d'Errachidia pour représenter la région de Drâa-Tafilalet conformément au nouveau découpage régional du Royaume. De l'autre, la composition de son panier a été élargie à 546 articles et 1391 variétés au lieu de 478 articles et 1067 variétés dans le panier de l'indice base 2006.

Comparée à la structure de consommation de l'indice base 2006, la proportion des « produits alimentaires et boissons non alcoolisées » dans le panier de consommation des ménages a reculé de 39,3% à 37,5%, alors que la pondération des « produits non alimentaires » a augmenté tirée principalement par la



hausse du poids de la « santé » de 5,5% à 7,7%, de l'« enseignement » de 3,9% à 5,6% et des « biens et services divers » de 5,5% à 7,1%.

En termes de niveau, l'inflation a été significativement révisée par le HCP, particulièrement en 2018, avec un ajustement à la baisse de 0,8 point de pourcentage en mars et de 0,3 point en moyenne sur l'ensemble de l'année. Ainsi, en 2018, l'inflation ressort de 1,6% au lieu de 1,9% communiqué auparavant par le HCP.

Tenant compte de ces évolutions, Bank Al-Maghrib a procédé à l'actualisation des composantes analytiques de l'inflation. Ainsi, la pondération a augmenté à 12,3%, au lieu de 12,1% au niveau de l'IPC base 2006, pour les produits alimentaires à prix volatils et à 22% contre 20,4% pour les produits à tarifs réglementés. De même, les carburants et lubrifiants représentent désormais 2,8% au lieu de 2,4% précédemment.

S'agissant de l'indicateur de l'inflation sous-jacente (IPCX), sa pondération est revenue à 62,9% au lieu de 65,2% auparavant, résultat principalement du repli de 26,1% à 24,3% de la part des produits alimentaires qui y sont inclus. Les produits échangeables inclus dans l'IPCX constituent désormais 35,5% au lieu de 34,9% et ceux non échangeables 27,4% à 30,3%.

**Tableau E6.1.1 : Structure de pondérations de l'IPC**

	Base 100=2006	Base 100=2006 avec base intermédiaire décembre 2017	Base 100=2017
Produits alimentaires volatils	12,1	11,3	12,3
Produits réglementés	20,4	22,9	22,0
Carburants et lubrifiants	2,4	2,7	2,8
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>65,2</b>	<b>63,1</b>	<b>62,9</b>
Biens échangeables	34,9	32,8	35,5
Biens non échangeables	30,3	30,3	27,4

Sources : Données HCP et calculs BAM.

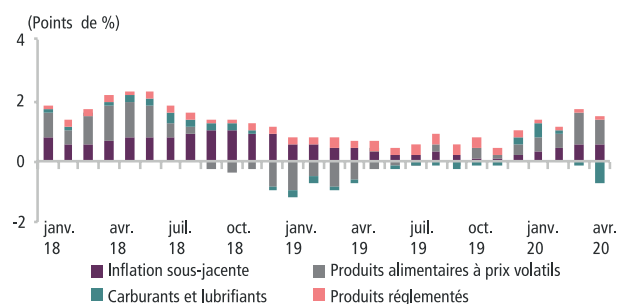
### 6.1.1 Prix des produits exclus de l'inflation sous-jacente

Les produits alimentaires à prix volatils ont vu leurs prix s'accroître de 6,8% en avril après 5,6% au premier trimestre, portés principalement par la hausse des prix de 8,2%, au lieu d'une baisse de 3,5%, pour les poissons frais, de 66,6%, après 50,9%, pour les agrumes et de 5,2%, contre un repli de 5,6%, pour les légumineuses sèches. En revanche, les prix ont reculé de 8,5% après 3,9% pour les volailles et lapins et ont vu leur rythme d'accroissement ralentir à 11,5% après 14% pour les légumes frais.

Au total, la contribution des prix des produits alimentaires à prix volatils à l'inflation est ressortie à

0,8 point en avril après 1,1 point en mars et 0,5 en moyenne au cours des deux premiers mois.

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



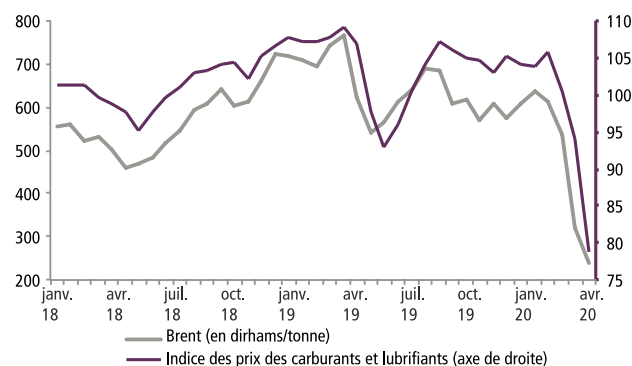
Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des prix des carburants et lubrifiants, ils se sont repliés de 24,2% en avril, après avoir augmenté de 3,7% au cours du premier trimestre. Cette évolution est liée à l'effondrement des cours internationaux des produits pétroliers sous l'effet essentiellement de la contraction de la demande mondiale elle-même liée à la pandémie du Covid-19. Le cours du Brent en particulier, s'est replié en moyenne de 53,8% entre le premier trimestre et le mois d'avril s'établissant à 23,3 USD/bl au cours de ce mois.

En revanche, la monnaie nationale s'est dépréciée de 4,7% par rapport au dollar.

Au total, la contribution de l'évolution des prix de ces produits à l'inflation est ressortie négative à -0,7 point de pourcentage en avril au lieu de 0,1 point en moyenne au premier trimestre.

**Graphique 6.3 : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants**



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

En l'absence de décisions gouvernementales impactant leur évolution, les tarifs des produits réglementés ont augmenté au même rythme en avril qu'au trimestre précédent, soit 0,5%. Leur contribution à l'inflation est restée stable à 0,1 point de pourcentage sur la même période.

### 6.1.2 Inflation sous-jacente

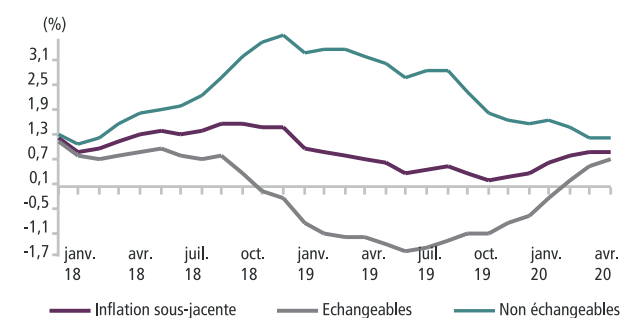
Entamée au premier 2020, l'accélération de l'inflation sous-jacente s'est maintenue en avril passant de 0,7% à 0,9% en lien principalement avec l'accroissement de la

hausse des prix de sa composante alimentaire de 0,7% en avril après 0,1% en moyenne entre janvier et mars.

En revanche, le rythme d'évolution des prix a décéléré de 1,3% à 1,1% pour la rubrique « logement eau électricité, gaz et autres combustibles » et de 1,5% à 1,3% pour les services des « restaurants et hôtels ».

La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que son accélération reflète celle de sa composante échangeable.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

En effet, la tendance baissière des prix des biens échangeables, observée depuis le quatrième trimestre 2018, s'est inversée. Ces derniers ont vu leur prix s'accroître de 0,6% en avril au lieu de 0,1% au premier trimestre et une baisse moyenne de -1,2% en 2019, portés par la hausse de 3,1% après 0,1% des prix des huiles. Leur contribution à l'inflation sous-jacente est passée de 0,1 point de pourcentage à 0,4 point.

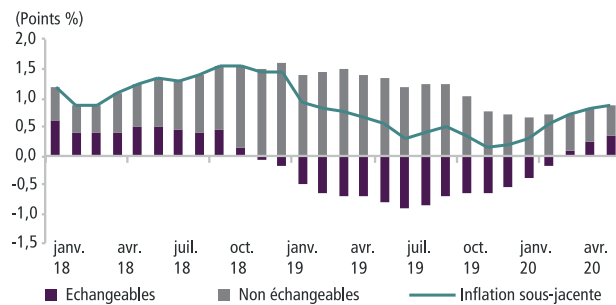
**Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables**

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	févr. 20	mars 20	avr. 20	févr. 20	mars 20	avr. 20
Biens échangeables	0,1	0,2	0,2	0,1	0,5	0,6
Biens non échangeables	0,0	-0,1	-0,1	1,4	1,2	1,2
<b>Inflation sous-jacente</b>	0,0	0,1	0,0	0,7	0,8	0,9

Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, le rythme de progression des prix des biens non échangeables a légèrement ralenti, revenant de 1,3% à 1,2%, en lien essentiellement avec l'accroissement de la baisse des prix des viandes fraîches à -1,4% après -0,8%. Leur contribution à l'inflation sous-jacente est ressortie à 0,5 point de pourcentage contre 0,6 point.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

## 6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'estimation de l'évolution de l'inflation au deuxième trimestre 2020 demeure entourée d'importantes incertitudes émanant aussi bien de l'environnement national qu'international. En effet, dans les circonstances difficiles actuelles, la qualité de la mesure de l'IPC peut être altérée, en lien avec la part importante des données imputées.

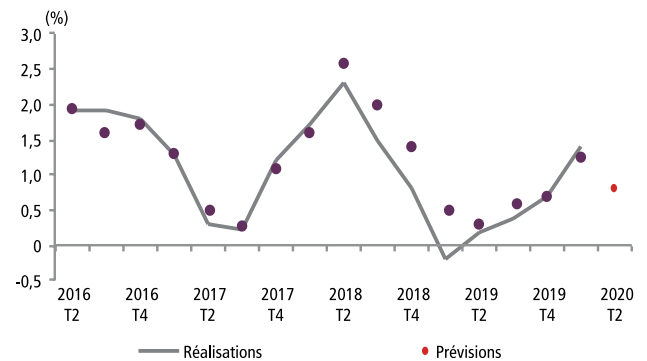
Par ailleurs, les craintes quant à l'envolée des prix des céréales consécutivement à l'arrêt des exportations de la Russie, premier exportateur mondial de blé, représentent un risque haussier sur les prix des céréales et des produits à base de céréales et in fine sur l'inflation.

Globalement, l'inflation devrait se situer aux alentours de 0,8% au deuxième trimestre, impactée principalement par le recul projeté de 25,8%, après une hausse de 3,7% le trimestre précédent, des prix des carburants et lubrifiants. Cette baisse devrait être contrebalancée

partiellement d'un côté, par l'accroissement attendu de 6,4%, après 5,6%, des prix des produits alimentaires à prix volatils sous l'effet de la conjonction de l'effet de deux événements majeurs en l'occurrence le confinement et le mois de Ramadan. De l'autre, par l'accélération de l'inflation sous-jacente à 1% après 0,7% sous l'effet de la poursuite de l'accélération des prix de sa composante alimentaire.

S'agissant des tarifs des produits réglementés, ils devraient enregistrer une hausse 0,8% en glissement annuel et ce en dépit de l'absence de décisions réglementaires sous-jacentes.

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



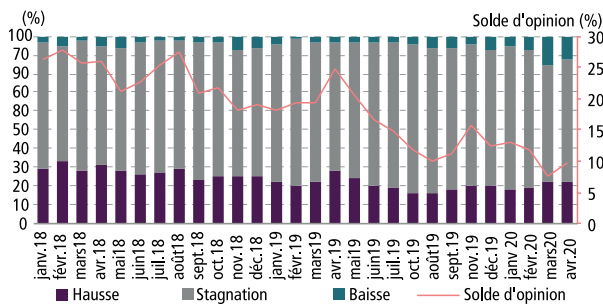
Les écarts de prévisions observées entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais substitué par celui base 100=2017.

Source : BAM.

## 6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'avril 2020 indiquent que 65% des industriels enquêtés anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 22% prévoient une hausse et 13% tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à près de 10%.

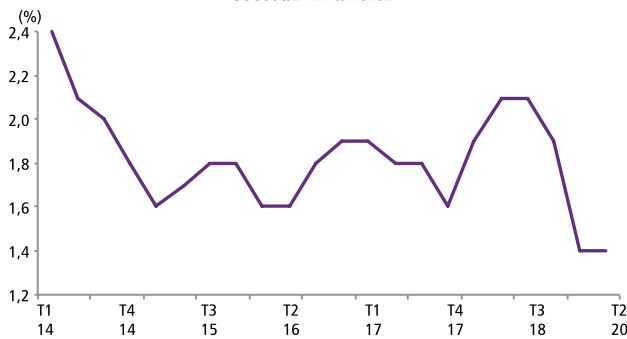
**Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relative au deuxième trimestre 2020 indiquent que les experts financiers prévoient, une inflation de 1,4% sur l'horizon des huit prochains trimestres, soit le même taux anticipé un trimestre auparavant.

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

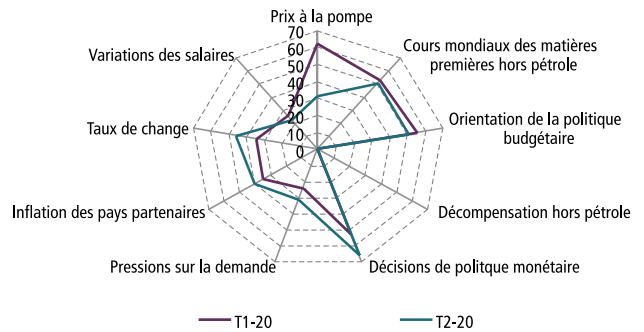


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

\* A partir du 2<sup>ème</sup> trimestre 2016, l'horizon d'anticipation est passé à 8 trimestres au lieu de 6 trimestres auparavant.

Ces derniers considèrent que la tendance future de l'inflation devrait être déterminée principalement par les décisions de la politique monétaire, les cours mondiaux des matières premières hors pétrole, l'orientation de la politique budgétaire ainsi que le taux de change du dirham.

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

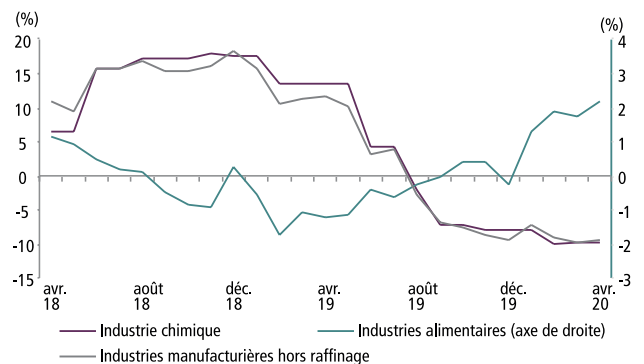


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

## 6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage se sont de nouveau repliés de 1,9% en avril après 1,7% au premier trimestre. Cette évolution est attribuable essentiellement à l'accroissement du repli des prix à la production de l'industrie chimique à 9,8% après 9,2% et au recul de 2,2% des prix de la branche « industrie du papier et du carton » après leur stagnation le mois précédent. L'effet de ces baisses a été, toutefois, atténué par l'accélération des prix à la production des industries alimentaires à 2,2% contre 1,7%.

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



\* Selon le HCP, en raison du confinement sanitaire entré en vigueur depuis 20 mars 2020, l'enquête permanente sur les prix à la production n'a pas pu relever tous les prix. Les prix manquants ont été imputés selon les recommandations du manuel de l'indice des prix à la production.

Source : HCP.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

### Synthèse

S'il est clair que les conséquences économiques et sociales de la pandémie du Covid-19 sont d'une ampleur exceptionnelle, les perspectives de reprise sont également entourées d'importantes incertitudes. La gravité de la récession et la vigueur de la reprise dépendent fortement de plusieurs facteurs, dont le degré de persistance des effets de cette pandémie pendant la période post-confinement, la portée et l'impact des mesures de soutien mises en place par les autorités publiques et le changement du comportement des agents économiques. Par ailleurs, la quantification des effets de cette pandémie est associée à un degré élevé d'incertitudes, compte tenu de la rapidité avec laquelle le contexte évolue et les difficultés et les délais dans la production des données officielles.

Impactant aussi bien l'offre que la demande, la pandémie du Covid-19 devrait plonger l'économie mondiale dans une forte récession en 2020. En 2021, une reprise est prévue mais serait inégale.

Au niveau des économies avancées, le PIB devrait reculer en 2020 aux Etats-Unis, marquant la fin d'une décennie d'expansion, avant de renouer avec la croissance en 2021, une amélioration toutefois entourée d'importantes incertitudes en lien en particulier avec la recrudescence des tensions commerciales avec la Chine. De même, il devrait se contracter dans la zone euro, avant de connaître un redressement limité en 2021, en raison notamment de l'hétérogénéité de ses économies et de l'accumulation de difficultés budgétaires dans plusieurs d'entre elles.

Dans les principaux pays émergents, la Chine devrait connaître une contraction en 2020 suivie d'une forte reprise l'année suivante. En Inde, le PIB devrait enregistrer une légère diminution en 2020, malgré le prolongement du confinement jusqu'à fin mai et la dégradation de la croissance chez les partenaires commerciaux, avant de rebondir en 2021.

S'agissant des matières premières, l'accord convenu par les membres de l'OPEP+ pour réduire la production à compter du 1<sup>er</sup> mai ne devrait que partiellement compenser l'effet sur les prix du pétrole de la forte baisse de la demande mondiale. Le prix du Brent en particulier devrait chuter de 37% à près de 40 USD/bl en moyenne cette année, avant de remonter à 52,5 USD/bl en 2021. Pour leur part, les cours du phosphate et de ses dérivés et les prix des produits alimentaires devraient reculer en 2020 avant de s'accroître en 2021.

Dans ces conditions, l'inflation devrait significativement baisser en 2020 avant de se redresser en 2021. Aux Etats-Unis en particulier, elle décélérerait fortement au deuxième trimestre de l'année en cours avant de converger graduellement vers l'objectif de la FED, tandis que dans la zone euro, elle resterait inférieure à l'objectif de la BCE sur l'horizon de prévision.

Sur le plan des comptes extérieurs, après un creusement à 4,1% du PIB en 2019, le déficit du compte courant devrait se creuser au cours de l'année 2020 à 10,3%. Il s'allégerait à 5,8% en 2021, reflétant notamment l'amélioration prévue de la demande étrangère adressée au Maroc. En ce qui concerne les recettes d'IDE, elles devraient reculer à 1,5% du PIB en 2020, avant de revenir à leur moyenne observée avant la crise, soit 3,2% du PIB.

Sous les hypothèses d'entrées de dons du CCG de 0,8 milliard de dirhams et d'une sortie à l'international du Trésor pour des montants de 10 milliards en 2020 et de 10,8 milliards de dirhams en 2021, l'encours des AOR devrait se situer à 218,6 milliards en 2020 et à 221,7 milliards en 2021, assurant ainsi une couverture autour de 5 mois d'importations de biens et services sur l'horizon de prévision.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire, hors privatisation, se situerait à 7,6% du PIB en 2020, au lieu de 4% du PIB prévu en mars, et 4,1% réalisé en 2019. Cette aggravation est le résultat de l'impact du confinement et des mesures prises par le Comité de Veille Economique en vue d'atténuer les effets de la crise de la pandémie du Covid-19. En 2021, le déficit devrait s'aggraver de 1,1 point du PIB par rapport à l'exercice de mars à 5% du PIB, sous l'effet de la persistance de la baisse de l'activité sur les recettes fiscales.

Les conditions monétaires resteraient globalement accommodantes. En effet, la Banque a mis en place plusieurs mesures pour faciliter le financement de l'économie et renforcer la capacité du système bancaire à répondre aux besoins des entreprises et des ménages impactés par la pandémie. Tenant compte de l'effet prévu de ces mesures et du nouveau programme Intelaka ainsi que de la révision à la baisse de la valeur ajoutée non agricole, le crédit au secteur non financier devrait s'accroître de 1,9% en 2020 et de 2,6% en 2021. Par ailleurs, le taux de change effectif réel devrait se déprécier sur l'horizon de prévision, après s'être apprécié en 2019.

L'économie nationale devrait se contracter de 5,2% en 2020, sous l'effet d'un recul prévu de 4,6% de la valeur ajoutée agricole et d'une chute de 5,3% de celle non agricole, en lien avec la contraction de la demande étrangère et l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs au cours du premier semestre de l'année. En 2021, l'économie nationale devrait renouer avec la croissance, avec un taux prévu à 4,2%, soutenue par une augmentation prévue de 12,4% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière de 75 MQx, et par une amélioration de 3,1% de celle non agricole.

Dans ce contexte de faibles pressions inflationnistes émanant de la demande et de niveaux bas des cours des matières premières énergétiques, l'inflation se situerait à 1% en moyenne sur l'horizon de prévision. Quant à sa composante sous-jacente, elle resterait à un niveau bas de 0,8% en moyenne.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

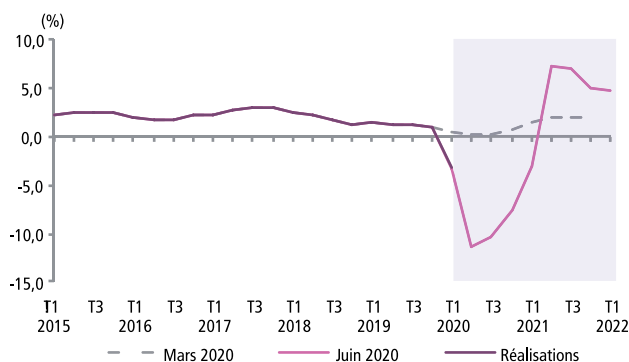
### Forte récession mondiale en 2020 induite par la pandémie du Covid-19

La pandémie du Covid-19 devrait plonger l'économie mondiale dans une forte récession en 2020. Le PIB mondial devrait, en effet, baisser de 5%, en révision à la baisse de 7,2 points de pourcentage par rapport aux projections de mars. En 2021, une reprise est attendue mais elle serait inégale, avec une croissance de 5,2%.

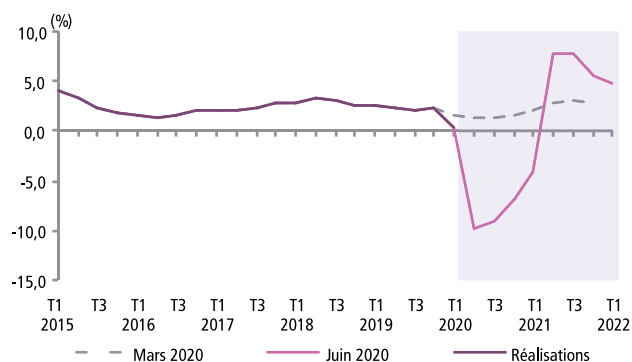
Aux Etats-Unis, l'économie devrait se contracter de 6,4% en 2020, marquant la fin d'une décennie d'expansion. En 2021, elle devrait renouer avec la croissance avec un rythme prévu à 4%, une reprise toutefois entourée d'importantes incertitudes en lien avec la recrudescence des tensions commerciales avec la Chine. Dans la zone euro, le PIB reculerait de 8,2% en 2020, après une hausse de 1,2% en 2019. Le redressement de la croissance en 2021 serait limité, avec un taux prévu à 3,9%, en raison notamment de l'hétérogénéité de ses économies et de l'accumulation de difficultés budgétaires dans plusieurs d'entre elles. Parallèlement, alors que le taux de chômage connaîtrait une hausse exceptionnelle aux Etats-Unis, son augmentation dans la zone euro resterait limitée en raison du recours aux dispositifs de chômage partiel. La récession au Japon en 2020 devrait ressortir moins profonde, à la faveur des politiques monétaires et fiscales mises en place et des restrictions sur une base volontaire dans le cadre de la lutte contre la pandémie. Toutefois, les niveaux élevés de la dette et la baisse de la demande étrangère devraient peser sur le rythme de la reprise.

Dans les principaux pays émergents, la Chine, premier pays à subir l'impact de la pandémie, connaîtrait une contraction de 5,1% de son PIB en 2020 suivie d'une forte reprise, avec une hausse prévue à 9,6% en 2021. En Inde, et malgré le prolongement du confinement jusqu'à fin mai et la dégradation de la croissance chez les partenaires commerciaux, le PIB enregistrerait une diminution limitée à 1% en 2020 avant de rebondir de 8,8% en 2021. Au Brésil, l'activité, déjà faible, enregistrerait une forte récession de 7,7% en 2020 suivie d'une relative reprise en 2021, avec un taux de croissance prévu à 2,2%.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN<sup>1</sup>, mai 2020.

### Renforcement de l'assouplissement monétaire et affaiblissement de l'euro face au dollar à court terme

Face aux retombées économiques et financières de la pandémie du Covid-19, les banques centrales, aussi bien des pays avancés qu'émergents, ont renforcé leurs mesures d'assouplissement pour soutenir leurs économies.

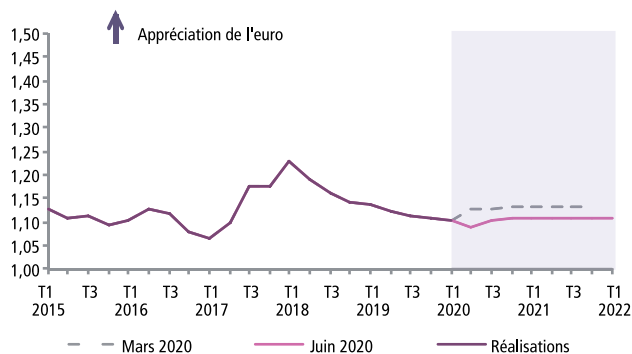
<sup>1</sup> Global Projection Model Network.

En particulier, la BCE a adopté, le 12 mars, une série de mesures, dont notamment des opérations de refinancement de long terme supplémentaires et une enveloppe temporaire d'achats nets supplémentaires d'actifs d'un montant de 120 milliards d'euros, et a annoncé le 18 mars un nouveau programme temporaire d'achats nets d'actifs des secteurs privé et public (Pandemic Emergency Purchase Programme) d'une enveloppe globale de 750 milliards d'euros qu'elle a augmentée de 600 milliards le 4 juin avec un prolongement de l'horizon de ces achats jusqu'au moins fin juin 2021, contre fin 2020 initialement déclaré. Lors de sa réunion du 30 avril, elle a décidé de mener une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non-ciblées d'urgence face à la pandémie. Parallèlement, elle a maintenu ses taux directeurs inchangés et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection.

Pour sa part, après une baisse de 50 points de base le 3 mars, la FED a réduit le 15 mars de 100 points la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%] et a décidé de relancer ses achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars de bons du Trésor et de prêts immobiliers titrisés. Elle a, en outre, établi des facilités de liquidité en dollars avec quelques banques centrales pour atténuer la pression sur la liquidité. Par ailleurs, elle a annoncé le 9 avril des mesures additionnelles pour fournir jusqu'à 2300 milliards de dollars de prêts au profit des ménages, des employeurs et des autorités locales. Lors de sa récente réunion du 9-10 juin, elle a reconfirmé son engagement à maintenir une orientation accommodante de sa politique monétaire. Elle a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux et prévoit de la garder à ce niveau jusqu'à ce qu'elle soit confiante que l'économie ait dépassé les récents événements et que celle-ci est sur la trajectoire d'atteindre ses objectifs de plein-emploi et de stabilité des prix.

Sur le marché de change, reflétant notamment la montée des risques engendrée par la pandémie du Covid-19, la monnaie unique devrait se déprécier de 1,7% à 1,10 dollar en moyenne en 2020, avant de se renforcer légèrement sur le reste de l'horizon de prévision.

**Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR**



Source : GPMN, mai 2020.



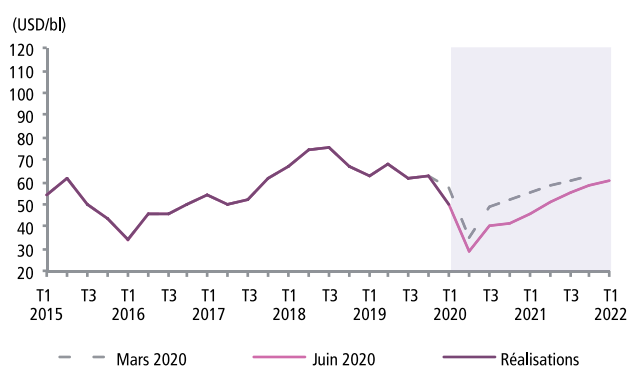
## Importante baisse des cours des produits énergétiques et pressions désinflationnistes

L'accord convenu par les membres de l'OPEP+ pour réduire la production à compter du 1er mai ne devrait que partiellement compenser l'effet sur les prix du pétrole de la forte baisse de la demande mondiale. Le prix du Brent en particulier devrait chuter de 37% à près de 40 USD/bl en moyenne cette année, avant de remonter à 52,5 USD/bl en 2021.

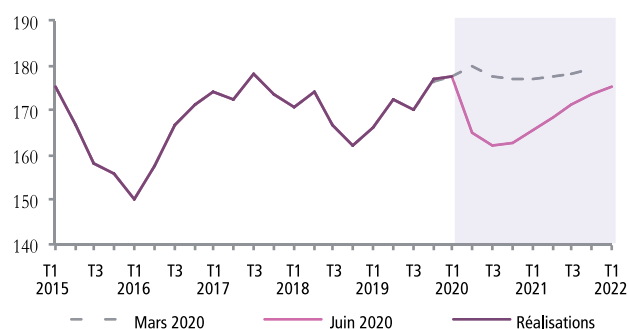
S'agissant du phosphate et de ses dérivés, les cours enregistreraient en 2020 un recul de 11,3% à 78 USD/t pour le phosphate brut, de 13,4% à 255 USD/t pour le TSP et de 7% à 285 USD/t pour le DAP. Pour ce dernier en particulier, l'augmentation des capacités de production notamment au Maroc et en Arabie saoudite ainsi que la baisse de la demande ne devraient être que partiellement compensées par la hausse qui résulterait des perturbations des chaînes d'approvisionnement provoquées par la pandémie du Covid-19. En 2021, les prix sont prévus de s'accroître de plus de 3% chacun. Quant aux prix des produits alimentaires, et après une hausse de 1,8% en 2019, l'indice des prix est prévu en diminution de 2,7% en 2020, dans un contexte d'offre excédentaire et de baisse de la demande mondiale en lien avec la pandémie du Covid-19, avant d'enregistrer un rebond en 2021.

Dans ces conditions, l'inflation devrait significativement baisser au deuxième trimestre de 2020 dans la zone euro et aux Etats-Unis avant de se redresser graduellement sur l'horizon de prévision. Elle décélérerait de 1,8% en 2019 à 0,9% en 2020 avant d'augmenter à 2,4% en moyenne en 2021 aux Etats-Unis et resterait inférieure à l'objectif de la BCE dans la zone euro, avec des taux prévus à 0,5% et 1,3% respectivement.

**Graphique 7.4 : Prix du Brent**



**Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2002-2004=100)**



**Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro**



**Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis**



Source : GPMN, mai 2020.

## Une production céréalière de 30 millions de quintaux en 2020 et une récolte moyenne en 2021

Au niveau national, et dans un contexte marqué par un déficit pluviométrique et une mauvaise répartition temporelle des précipitations, la récolte céréalière se serait limitée à 30 millions de quintaux (MQx) selon le Ministère de l'Agriculture, en régression de 42% par rapport à la campagne précédente et de 62,3% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Pour la campagne 2020-2021, les hypothèses d'une production céréalière moyenne de 75 MQx et des évolutions tendanciennes des autres cultures ont été retenues.

### 7.2 Projections macroéconomiques

---

#### Creusement du déficit du compte courant en 2020

Après un allègement à 4,1% du PIB en 2019, le déficit du compte courant devrait terminer l'année 2020 à 10,3%, sous l'effet principalement de la pandémie de Covid-19 sur les échanges du Maroc, et devrait s'alléger à 5,8% en 2021.

Les exportations devraient connaître un fort repli de 15,8% en 2020, tiré principalement par le recul de l'ensemble des secteurs. En particulier, les expéditions de l'industrie automobile devraient pâtir de l'arrêt de la production décidé par les usines Renault (SOMACA et Renault Tanger) à partir du 19 mars, en supposant un arrêt des exportations de ces unités au deuxième trimestre et une reprise graduelle à partir du troisième trimestre 2020. Concernant les expéditions des phosphates et dérivés, elles devraient quasiment se stabiliser à 0,1% suite principalement à la baisse des cours internationaux et la hausse des quantités expédiées. Les ventes du secteur textile et cuir devraient reculer de 20,5%, affectées par la perturbation des chaînes d'approvisionnement en matières premières et intrants et de la baisse de la demande étrangère adressée au Maroc, principalement européenne.

Les importations devraient diminuer de 10,7%, en lien essentiellement avec l'allègement de 39,5% de la facture énergétique et la baisse de 8,9% des acquisitions de biens d'équipement. Les recettes de voyage devraient reculer de 60%, suite à la fermeture des frontières depuis la fin du mois de mars et du repli des revenus à l'échelle mondiale, malgré l'ouverture progressive des frontières à partir du troisième trimestre. Pour ce qui est des transferts des MRE, ils devraient diminuer de 25%, sous l'effet principalement de la baisse de l'activité économique et l'augmentation du chômage dans les principaux pays d'accueil des MRE.

En 2021, les exportations devraient progresser de 30,8%, avec une augmentation de 111,1% pour la construction automobile, sous l'hypothèse d'une réduction des ventes de l'usine PSA à 80 mille unités au lieu de 160 mille considérée dans l'exercice de prévision de mars.

Les importations augmenteraient de 11,2%, avec un accroissement des acquisitions en produits énergétiques de 53,4%. Les recettes de voyage et les transferts des MRE, devraient enregistrer des hausses respectives de 60% et de 5,2%, traduisant l'atténuation du choc de la pandémie.

Concernant les entrées d'IDE, elles devraient reculer à 1,5% du PIB en 2020, contre 2,9% en 2019, suite à la montée des incertitudes sur l'évolution de l'économie mondiale et revenir au niveau moyen observé avant la crise à 3,2% du PIB en 2021.

Sous les hypothèses également, d'entrées de dons du CCG de 0,8 milliard en 2020 et d'une sortie à l'international du Trésor pour un montant de 10 milliards de dirhams en 2020 et 10,8 milliards en 2021, les AOR devraient se situer à 218,6 milliards en 2020 et à 221,7 milliards en 2021, assurant ainsi une couverture autour de 5 mois d'importations de biens et services sur l'horizon de prévision.

**Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements**

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2020	2021
Exportations de biens (FOB)	8,6	3,5	10,3	10,7	2,4	-15,8	30,8	-24,9	22,2
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,9	2,0	-10,7	11,2	-11,8	4,2
Recettes de voyage	-1,4	5,0	12,3	1,2	7,8	-60,0	60,0	-51,3	44,0
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	-0,2	-25,0	5,2	-25,2	2,8
<b>Solde du compte courant (en % du PIB)</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-10,3</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,8</b>	<b>-3,3</b>
<b>Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services</b>	<b>6,1</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

## Décélération du rythme du crédit bancaire au secteur non financier

Après une appréciation en 2019, le taux de change effectif réel (TCER) devrait se déprécier sur l'horizon de prévision, résultat d'une dépréciation en termes nominaux ainsi que d'une inflation domestique inférieure à celle des pays partenaires et concurrents commerciaux.

Sur la base des évolutions prévues des réserves de change et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'accroître à 153,9 milliards de dirhams à fin 2020 et à 170,9 milliards à fin 2021. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, sa progression s'est accélérée à 7,1% en avril 2020, traduisant principalement la forte expansion des facilités de trésorerie aux entreprises non financières privées. En termes de perspectives, et tenant compte de la révision à la baisse de la valeur ajoutée non agricole et de l'effet prévu du nouveau programme Intelaka et des mesures de soutien, il devrait s'accroître de 1,9% en 2020 et de 2,6% en 2021. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la croissance de l'agrégat M3 devrait s'établir à 0,7% en 2020 et à 4,1% en 2021.

**Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire**

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2020	2021
Crédit bancaire au secteur non financier	3,9	3,8	3,1	5,5	1,9	2,6	-2,6	-2,7
M3	4,7	5,5	4,1	3,8	0,7	4,1	-2,7	0,0
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-14,7	-40,9	-69,0	-62,3	-153,9	-170,9	-74,5	-78,5

## Détérioration de la situation budgétaire

Sur la base des estimations disponibles, le déficit budgétaire hors privatisation de 2020 devrait se creuser de 3,6 points du PIB par rapport à l'exercice de mars, pour atteindre 7,6% du PIB. Cette augmentation s'explique, du côté des recettes, principalement par la révision à la baisse des recettes fiscales suite à la diminution prononcée de l'activité économique engendrée par les mesures de confinement. Au niveau des dépenses, des économies

devraient être réalisées au niveau de celles de fonctionnement et permettraient de couvrir la contribution du budget au Fonds Covid-19 d'un montant de 6,7 milliards. En outre, la charge de compensation s'allégerait en lien avec la baisse attendue du prix du gaz butane à l'international pour l'ensemble de l'année. Par ailleurs, les efforts d'investissement se renforceraient légèrement comparativement à l'exercice de mars.

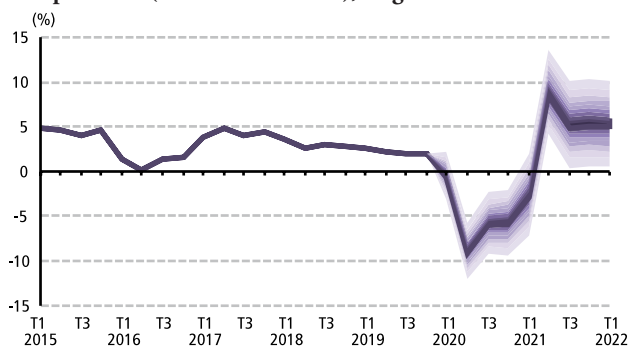
En 2021, le déficit budgétaire se situerait à 5% du PIB, en aggravation de 1,1 point de PIB par rapport à l'exercice de mars, sous l'effet essentiellement de la révision à la baisse du niveau du PIB en 2020 et 2021 et de son impact sur les recettes fiscales.

### **Dégradation significative de la croissance en 2020 et reprise attendue en 2021**

Sous l'effet conjugué de la propagation de la pandémie du Covid-19 et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale devrait connaître une contraction de 5,2% en 2020. En effet, la valeur ajoutée agricole devrait reculer de 4,6%, en révision à la baisse comparativement aux projections de mars tenant compte des réalisations en deçà des attentes de la production céréalière. Celle non agricole devrait, quant à elle, chuter de 5,3%, en lien avec l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs au cours du premier semestre de l'année sous l'effet des restrictions mises en place dans le cadre de la lutte contre la propagation de la pandémie. Du côté de la demande, cette évolution recouvre une participation négative à la croissance aussi bien de sa composante intérieure que des exportations nettes. En effet, pénalisée par les restrictions destinées à contenir la propagation de la pandémie et par la contraction des revenus agricoles, non agricoles et des transferts des MRE, la consommation finale des ménages devrait accuser une baisse. Les mesures de soutien mises en place par le Comité de Veille Economique (CVE) en faveur des salariés se trouvant en arrêt temporaire de travail et des ménages exerçant dans l'informel devraient, toutefois, atténuer cet impact. De même, l'investissement devrait connaître un fléchissement, pâtissant des incertitudes entourant l'environnement des affaires et du gel des projets d'investissement qui en découle. A l'inverse, la croissance de la consommation des administrations publiques devrait se consolider, reflétant l'augmentation des dépenses publiques visant à financer les mesures mises en place par le CVE. Parallèlement, les exportations de biens et services devraient chuter, en lien principalement avec la contraction de la demande étrangère adressée au Maroc et l'arrêt total ou partiel de l'activité de plusieurs secteurs orientés à l'export. Pour leur part, les importations de biens et services devraient reculer, en ligne avec le fléchissement attendu de l'activité économique.

En 2021, l'économie nationale devrait renouer avec la croissance, avec un taux prévu à 4,2%. Cette évolution traduirait une augmentation de 12,4% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière de 75 MQx, et une amélioration de 3,1% de celle non agricole. Du côté de la demande, ce rebond recouvre une contribution positive de la demande intérieure ainsi qu'une atténuation de la contribution négative des exportations nettes.

**Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2020 - T1 2022), en glissement annuel \***



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

**Tableau 7.3 : Croissance économique**

Variation en %	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2020	2021
<b>Croissance nationale</b>	<b>1,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>-7,5</b>	<b>0,4</b>
VA agricole	-13,7	15,2	3,7	-5,8	-4,6	12,4	-1,9	4,3
VA non agricole	2,1	2,9	2,9	3,8	-5,3	3,1	-8,2	-0,2
Impôts sur les produits nets des subventions	8,8	3,1	4,6	2,0	-5,4	4,5	-8,4	1,4

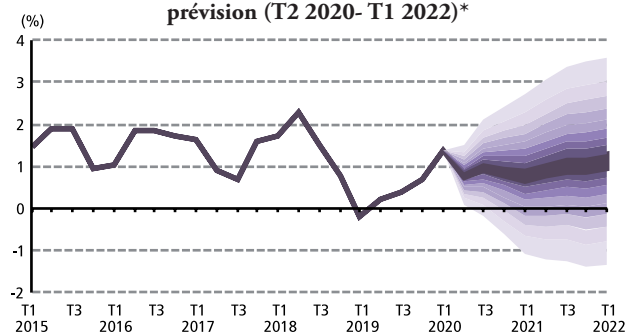
Sources : données du HCP et prévisions BAM.

## Niveaux faibles de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision

Dans un contexte de faibles pressions inflationnistes émanant de la demande et de niveaux bas des cours des matières premières énergétiques, l'inflation se situerait à 1% en moyenne sur l'horizon de prévision.

Sa composante sous-jacente maintiendrait un niveau bas de 0,8% en 2020 puis de 0,7% en 2021. Quant aux prix des produits réglementés, ils connaîtraient un ralentissement de leur hausse en 2020, avant de retrouver leur rythme tendanciel en 2021. Pour ceux des produits alimentaires à prix volatils, ils devraient enregistrer une hausse en 2020, portée notamment par l'augmentation enregistrée au cours de la première moitié de l'année en lien avec l'entrée en vigueur de l'état d'urgence sanitaire et l'avènement du mois du Ramadan, avant de se stabiliser en 2021. Enfin, les prix des carburants et lubrifiants marqueraient une baisse en 2020 avant d'augmenter en 2021, en ligne avec les perspectives d'évolution du prix du Brent à l'international.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2020- T1 2022)\***



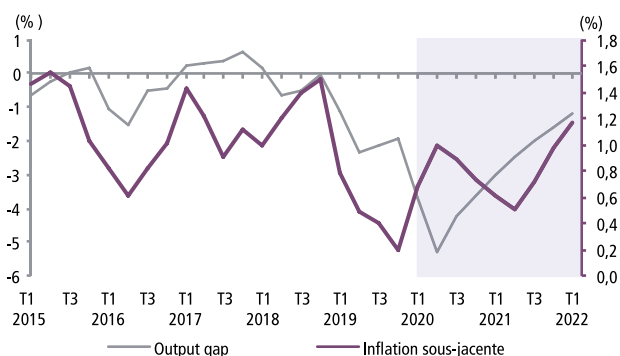
\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

**Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente**

	Réalizations				Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Horizon de 8 trimestres (T2 2020-T1 2022)	2020	2021
<b>Inflation</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>
Inflation sous-jacente	0,8	1,3	1,3	0,5	0,8	0,7	0,8	-0,2	-0,6

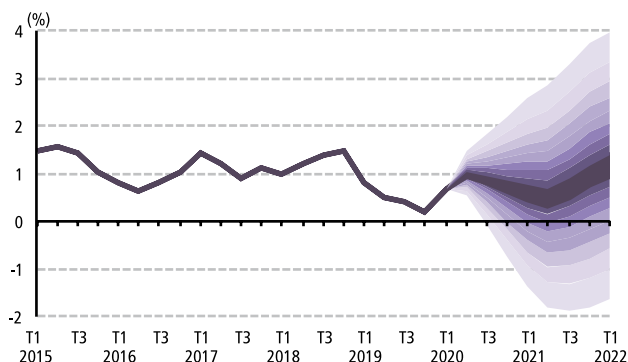
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

**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 2020 - T1 2022)\***



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

## 7.3 Balance des risques

Les perspectives de l'économie nationale sont entourées d'incertitudes exceptionnellement élevées, en lien avec les retombées sans précédent et difficile à quantifier de la pandémie du Covid-19. La balance des risques ressort orientée à la baisse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation.

En ce qui concerne la croissance, et en dépit du redressement attendu de l'activité dans plusieurs secteurs, la période du confinement pourrait être plus dommageable que prévu. A cela s'ajoutent les incertitudes élevées et les répercussions négatives de la récession sur les capacités de production, la confiance et le comportement des agents économiques. Sur le plan externe, cette pandémie pourrait également avoir des effets plus importants et persistants, ce qui induirait une reprise plus lente que retenu dans le scénario de base de la demande étrangère et donc de la croissance nationale.

Des incertitudes plus élevées que d'habitude entourent également les projections d'inflation, étant donné le double choc d'offre et de demande induit par cette pandémie. Les risques à la baisse domineraient en raison notamment de la lente reprise de la demande mais également d'une probable escalade de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine qui impacterait négativement la croissance mondiale. Pour leur part, les pressions haussières sur les prix de certains produits pourraient émaner des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de la hausse des coûts de production.

## 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 .....	20
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	21
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX .....	21
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	21
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	21
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar .....	22
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent .....	27
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie .....	27
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais .....	27
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	28
Graphique E1.2.1	: Consommation mondiale de pétrole .....	29
Graphique E1.2.2	: Production mondiale du pétrole .....	29
Graphique E1.2.3	: Evolution des prix au comptant moyen du WTI et du Brent .....	30
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile .....	32
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage .....	33
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE .....	33
Graphique E 2.1.1	: Variation annuelle des AOR et des RIN .....	34
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire .....	35
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	36
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	36
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	36
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel .....	37
Graphique 3.6	: Ecart monétaire .....	37
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire .....	37
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	38
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	38
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande .....	38
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	39
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....	40
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	41
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2020 .....	41
Graphique 3.15	: Evolution des bons du Trésor .....	41
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....	42
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances .....	44
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances .....	45
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	45
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin avril.....	45
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin avril .....	45
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin avril .....	46
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor .....	46
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation.....	47
Graphique 5.2	: PIB par composante .....	49
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance .....	49
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	50
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	50
Graphique 5.6	: Output-gap global .....	51

Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	55
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	57
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants .....	58
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	58
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	59
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....	59
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises ...	60
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier .....	60
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	60
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle .....	60
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	63
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis .....	63
Graphique 7.3	: Taux de change USD/EUR .....	64
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	65
Graphique 7.5	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	65
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro .....	65
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis .....	65
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2020 - T1 2022) .....	69
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2020- T1 2022) .....	69
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap .....	70
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2020 - T1 2022) .....	70

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	19
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage .....	20
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés .....	28
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	31
Tableau 2.2	: Evolution des importations .....	32
Tableau 2.3	: Evolution de la balance de services .....	33
Tableau 2.4	: Evolution des investissements directs .....	33
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	35
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	36
Tableau 3.3	: Taux créditeurs .....	36
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires .....	44
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques .....	44
Tableau 4.3	: Financement du déficit .....	46
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor .....	46
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	51
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	56
Tableau E6.1.1	: Structure de pondérations de l'IPC .....	57
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	58
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	67
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	67
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	69
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	70

## LISTE DES ENCADRÉS

---

Encadré 1.1	: Les mesures prises par les banques centrales et gouvernements des principaux pays avancés en réponse au choc du Covid-19 .....	23
Encadré 1.2	: Chute des cours du pétrole dans le sillage de la pandémie du Covid-19 .....	28
Encadré 2.1	: Adoption des avoirs officiels de réserve comme indicateur de référence pour les réserves de change.....	34
Encadré 3.1	: Mesures de Bank Al-Maghrib pour atténuer l'effet de la pandémie .....	39
Encadré 5.1	: Mesures prises par le Comité de Veille Economique pour l'atténuation de l'impact économique de la crise sanitaire engendrée par la pandémie COVID-19 .....	51
Encadré 6.1	: Nouvel indice des prix à la consommation (base 100=2017).....	56