



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 57 / 2020

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 15 DÉCEMBRE 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

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

5

APERÇU GÉNÉRAL

11

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

17

1.1 Activité économique et emploi

17

1.2 Conditions monétaires et financières

18

1.3 Prix des matières premières et inflation

22

2. COMPTES EXTÉRIEURS

24

2.1 Balance commerciale

24

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

26

2.3 Compte financier

27

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

28

3.1 Conditions monétaires

28

3.2 Prix des actifs

33

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

36

4.1 Recettes ordinaires

36

4.2 Dépenses

37

4.3 Déficit et financement du Trésor

38

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

41

5.1 Demande intérieure

41

5.2 Demande extérieure

42

5.3 Offre globale

42

5.4 Marché du travail et capacités de production

43

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

46

6.1 Evolution de l'inflation

46

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

48

6.3 Anticipations de l'inflation

49

6.4 Prix à la production

50

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

51

Synthèse

51

7.1 Hypothèses sous-jacentes

53

7.2 Projections macroéconomiques

56

7.3 Balance des risques

61

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

63

LISTE DES GRAPHIQUES

65

LISTE DES TABLEAUX

66

LISTE DES ENCADRÉS

66

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 15 décembre 2020

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 15 décembre sa dernière réunion trimestrielle au titre de l'année 2020.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture aussi bien internationale que nationale et les projections macroéconomiques à moyen terme de la Banque actualisées sur la base des dernières données disponibles, des développements récents liés à l'évolution de la pandémie et à la réponse des autorités, ainsi que des orientations de la loi de finances de 2021.
3. Le Conseil s'est également enquis de la transmission des dernières décisions de politique monétaire et du bilan actualisé des différentes mesures de soutien et de relance mises en place depuis le début de la pandémie.
4. Sur la base de l'ensemble de ces évaluations, le Conseil a estimé que l'orientation de la politique monétaire reste largement accommodante assurant un financement adéquat de l'économie et a jugé en particulier que le niveau actuel du taux directeur demeure approprié, le maintenant ainsi inchangé à 1,5%.
5. Le Conseil a noté qu'après s'être affaiblie au deuxième trimestre, l'inflation a connu une nette accélération à partir du mois d'août, tirée principalement par l'augmentation des prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle devrait toutefois terminer l'année avec une moyenne de 0,7% et rester quasi stable en 2021 avant d'atteindre 1,3% en 2022, en lien notamment avec l'amélioration prévue de la demande intérieure.
6. Au niveau international, en dépit des signes de reprise et de l'optimisme suscité par le développement de vaccins anti-Covid-19, l'économie mondiale continue à pâtir de la crise sous l'effet notamment des restrictions mises en place dans plusieurs pays pour contenir la recrudescence des contaminations. Elle terminerait l'année en contraction de 4,2%, avant de rebondir de 5,8% en 2021 puis croître de 3,4% en 2022. Dans les principaux pays avancés, le PIB accuserait une baisse de 3,5% en 2020 aux Etats-Unis, suivie d'une progression de 4,6% en 2021 et de 2,5% en 2022. Dans la zone euro, l'économie se contracterait de 7,9% cette année et, soutenue en particulier par le nouvel instrument de relance « Next Generation EU » doté de 750 milliards d'euros, connaîtrait une croissance de 4,1% en 2021 et de 2,5% en 2022. Sur les marchés du travail, le chômage a enregistré une forte hausse aux Etats-Unis et devrait terminer l'année avec un taux moyen de 8,1%, avant de reculer à 6,7% en 2021 puis à 6,3% en 2022. Dans la zone euro, l'impact de la pandémie resterait contenu grâce au recours aux dispositifs de maintien de l'emploi. Ce taux connaîtrait ainsi de légères augmentations à 7,9% en 2020 et à 8,1% en 2021, avant de revenir à 6,8% en 2022. S'agissant des principales économies émergentes, la Chine affiche une performance remarquable, avec une progression de son PIB prévue à 1,4% cette année, à 8,3% en 2021 et à 5% en 2022. En revanche, en Inde, l'économie enregistrerait une contraction de 10,1%, suivie d'un rebond de 11,5% en 2021 puis d'un relatif ralentissement à 7,2% en 2022.

7. Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole étaient orientés à la hausse au cours des dernières semaines, mais sur l'ensemble de l'année, ils devraient ressortir en net recul. Le prix du Brent en particulier serait en repli de 34,5% par rapport à 2019 à 41,9 dollars le baril en moyenne, avant d'augmenter à 52,4 dollars en 2021 et à 58,1 dollars en 2022. S'agissant du phosphate et de ses dérivés, les cours ont été en recul sur les onze premiers mois de l'année, de 15,6% à 75,4 dollars la tonne en moyenne pour le phosphate brut, de 2,3% à 305,5 dollars pour le DAP et de 13,1% à 260 dollars pour le TSP. Pour les deux prochaines années, les prévisions d'octobre de la Banque mondiale tablent sur de légères augmentations.
8. Dans ce contexte, l'inflation se maintiendrait dans la zone euro à des niveaux largement inférieurs à l'objectif de la BCE, s'établissant à 0,3% en 2020, à 0,6% en 2021 et à 1,2% en 2022. Aux Etats-Unis, elle ralentirait à 1,3% en 2020 puis s'accélélerait pour atteindre 2,4% en 2022.
9. En ce qui concerne l'orientation de la politique monétaire dans les principales économies avancées, elle reste fortement accommodante. Ainsi, la BCE, tout en maintenant ses taux d'intérêt directeurs inchangés, a procédé lors de sa réunion du 10 décembre à un recalibrage de ses autres instruments, augmentant de 500 milliards d'euros l'enveloppe de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) et assouplissant les conditions de mise en œuvre de plusieurs de ses mesures, en particulier par l'allongement de leur période d'application (PEPP, TLTRO III, règles de collatéral adoptées les 7 et 22 avril 2020, ...). Elle a indiqué également continuer de surveiller les évolutions du cours de change en lien avec leurs implications éventuelles pour les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Pour sa part, la FED a décidé, lors de sa réunion des 4 et 5 novembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle prévoit de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec les évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. De surcroît, elle accroîtra ses achats de titres au moins au rythme actuel afin de maintenir le bon fonctionnement du marché et de favoriser des conditions financières accommodantes, soutenant ainsi le flux de crédit aux ménages et aux entreprises.
10. Au niveau national, les données du HCP relatives aux deux derniers trimestres illustrent l'ampleur du double choc subi par l'économie nationale à cause de la pandémie et des conditions climatiques défavorables ayant marqué la précédente campagne agricole. En effet, le PIB s'est contracté au deuxième trimestre de 14,9% en glissement annuel, reflétant des baisses de la valeur ajoutée de 15,5% pour les activités non agricoles et de 6,9% pour le secteur agricole. Sur le marché du travail, une perte nette de 581 mille emplois a été enregistrée au troisième trimestre par rapport au même trimestre de 2019. Tenant compte d'une sortie nette de 214 mille demandeurs d'emploi, le taux d'activité a reculé de 44,9% à 43,5% et le taux de chômage s'est aggravé de 9,4% à 12,7%.
11. Après cette forte baisse de l'activité au deuxième trimestre, la reprise post-déconfinement reste lente et partielle en lien notamment avec les restrictions locales et sectorielles instaurées pour endiguer la recrudescence des contaminations ainsi que les incertitudes entourant l'évolution de la pandémie aux niveaux national et international. Ainsi, pour l'ensemble de l'année 2020, l'économie nationale accuserait une contraction de 6,6%, avec un repli de 5,3% de la valeur ajoutée agricole et de 6,6% de celle non agricole. A moyen terme,

à la faveur principalement de l'amélioration des revenus des ménages et des mesures visant le soutien de l'investissement, la croissance des activités non agricoles devrait atteindre 3,3% en 2021 et se consolider à 3,6% en 2022. Pour sa part, et sous l'hypothèse de récoltes céréalières annuelles de 75 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole progresserait de 13,8% en 2021 et de 2% en 2022. Au total, les prévisions de Bank Al-Maghrib tablent sur un rebond de la croissance à 4,7% en 2021 et sur une consolidation à 3,5% en 2022. Ce scénario reste entouré d'un degré élevé d'incertitudes, mais les développements récents dont essentiellement l'initiative de la vaccination anti-Covid-19 à grande échelle au niveau national, mais également dans plusieurs pays partenaires, ainsi que la mise en place d'un fonds stratégique dédié à l'investissement suggèrent que la balance des risques serait orientée à la hausse.

12. Pour ce qui est des comptes extérieurs, les données à fin octobre montrent un repli quasi généralisé des échanges de biens. Les exportations ressortent en recul de 10,1%, tirées notamment par des baisses des ventes du secteur automobile et du textile, et les importations de 16,6%, en lien particulièrement avec la contraction des achats de biens d'équipement, des produits finis de consommation ainsi que de la facture énergétique. Pour les principales autres opérations courantes, les recettes de voyage ont accusé une chute de 60,3% alors que les transferts des MRE affichent une résilience notable avec une augmentation de 1,7%. Tenant compte de ces évolutions, le déficit du compte courant ressortirait quasi stable à 4,2% du PIB en 2020. Sur l'horizon des prévisions, la reprise des exportations observée récemment devrait se consolider, portée notamment par les ventes du secteur automobile suite à la montée en production annoncée par l'usine PSA. En parallèle, le rythme des importations s'accélérait, avec une progression des achats de biens d'équipement et un alourdissement de la facture énergétique suite à la hausse prévue des cours internationaux du pétrole. Les recettes de voyage connaîtraient une reprise graduelle tout en restant à un niveau inférieur à celui de 78,8 milliards de dirhams observé en 2019. Elles passeraient ainsi de 29 milliards en 2020 à 49,9 milliards en 2021 puis à 72 milliards en 2022. Pour les transferts des MRE, après une quasi-stabilité à 65,8 milliards de dirhams en 2020, ils se raffermiraient à 70 milliards puis à 71,4 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant s'allégerait à 3,3% du PIB en 2021 et s'établirait à 3,9% en 2022. Pour ce qui est des opérations financières, après une régression à l'équivalent de 2,3% du PIB cette année, les entrées d'IDE devraient reprendre leur dynamique pour atteindre un volume correspondant à 3,1% du PIB annuellement. Au total, et tenant compte notamment des émissions réalisées par le Trésor sur le marché international cette année et de celles prévues en 2021 et en 2022, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 321,9 milliards à fin 2020 et évolueraient autour de ce niveau au cours des deux prochaines années, assurant ainsi une couverture d'un peu plus de 7 mois d'importations de biens et services.

13. Concernant les conditions monétaires, elles restent marquées par la poursuite du recul des taux débiteurs consécutivement aux réductions du taux directeur opérées en mars et en juin derniers. Le taux débiteur moyen global a enregistré ainsi une baisse trimestrielle de 28 points de base à 4,30% au troisième trimestre, une évolution qui a profité aussi bien aux ménages qu'aux entreprises notamment les TPME. Pour ce qui est du crédit bancaire, en dépit de la forte contraction de l'activité économique, il maintiendrait un rythme soutenu, favorisé par les mesures budgétaire et monétaire, avec une progression de sa composante destinée au secteur non financier de 4,3% cette année et en 2021 et de 4,5% en 2022. S'agissant du taux de change effectif réel, il ressortirait en appréciation de 0,4% cette année. En 2021, sous l'effet d'une baisse de 0,9% de la valeur

du dirham en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux, il se déprécierait de 1,2%, et devrait se stabiliser en 2022.

14. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des onze premiers mois s'est soldée par un déficit hors privatisation de 59,2 milliards de dirhams, en creusement de 14,2 milliards par rapport à la même période de 2019 et ce, compte tenu du solde positif de 8,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie de la Covid-19. Les dépenses globales ont augmenté de 1,9%, reflétant essentiellement l'alourdissement de celles au titre des autres biens et services et de la masse salariale. En regard, les recettes ordinaires hors privatisation ont diminué de 6,3%, résultat principalement d'un repli de 7,6% des rentrées fiscales. Sur l'ensemble de l'année, le déficit budgétaire hors privatisation se situerait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, à 7,7% du PIB. A moyen terme, tenant compte notamment des données de la loi de finances de 2021 et sous l'hypothèse de la poursuite de la mobilisation des financements spécifiques, la consolidation budgétaire devrait reprendre graduellement et le déficit hors privatisation reculerait à 6,5% du PIB en 2021 et à 6,4% en 2022. En revanche, la dette directe du Trésor devrait connaître une hausse de 11 points de PIB à 76% au terme de cette année et atteindre 79,3% du PIB à fin 2022.
15. Enfin, le Conseil a validé le budget de la Banque pour l'exercice 2021, approuvé la stratégie de placement des réserves de change et a arrêté les dates de ses réunions au titre de la même année au 23 mars, 22 juin, 28 septembre et 21 décembre.

APERÇU GÉNÉRAL

Après une contraction exceptionnelle au cours du deuxième trimestre de l'année, l'économie mondiale a commencé au troisième trimestre à afficher des signes de reprise avec l'assouplissement des restrictions imposées pour endiguer la pandémie. Ainsi, les données des comptes nationaux font ressortir une forte atténuation de la baisse du PIB, à -2,9% après -9% aux Etats-Unis, à -4,4% au lieu de -14,8% dans la zone euro, à -9,6% après -21,5% au Royaume-Uni et à -5,9% après -10,3% au Japon. En Chine, l'économie continue d'afficher une performance remarquable avec une croissance de 4,9%, tandis qu'en Inde, la contraction de l'économie s'est atténuée de -22,8% à -7%.

Sur les marchés du travail, la pandémie de la Covid-19 a pesé sur l'emploi dans les principaux pays avancés, avec toutefois une relative amélioration ces derniers mois dans certains d'entre eux. Ainsi, aux Etats-Unis, le taux de chômage est revenu à 6,7% en novembre contre 6,9% en octobre, tandis que dans la zone euro, il est passé de 8,5% en septembre à 8,4% en octobre. Au Royaume-Uni, les dernières données disponibles relatives au mois d'août indiquent une aggravation à 4,8%.

Portés par un élan d'optimisme après les nouvelles encourageantes sur les vaccins contre la Covid-19, les marchés boursiers se sont orientés à la hausse en novembre. Ainsi, l'EuroStoxx 50 s'est apprécié, d'un mois à l'autre, de 5,3%, le Dow Jones industriels de 3,2%, le FTSE 100 de 5,4% et le Nikkei 225 de 6,2%. Quant aux titres de dette souveraine, leurs rendements ont augmenté, entre octobre et novembre, de 10 points de base à 0,9% pour les Etats-Unis, et sont restés quasi-inchangés à -0,6% pour l'Allemagne, à -0,4% pour la France et à 0,7% pour l'Italie.

Au niveau des marchés de change, la tendance haussière de l'euro face au dollar s'est poursuivie avec une hausse de 0,3% en novembre à 1,18 dollar. En revanche, la monnaie européenne s'est dépréciée de 1% contre la livre sterling et de 0,4% vis-à-vis du yen japonais. Concernant les monnaies des principaux pays émergents, le yuan chinois et le real brésilien se sont appréciés face au dollar de 1,7% et de 2,9% respectivement, alors que la roupie indienne est ressortie en dépréciation de 1% et la livre turque de 0,5%.

Pour ce qui est des matières premières, porté par l'optimisme lié au développement de vaccins contre la Covid-19, le cours du Brent a augmenté de 6,8% entre octobre et novembre pour se situer à 43,2 dollars le baril. Sur le marché du phosphate et des engrais, les prix ont enregistré des évolutions différenciées en novembre, avec des hausses mensuelles de 3,1% à 82,5 \$/t en moyenne pour le phosphate brut, de 0,7% à 359,6 \$/t pour le DAP et de 0,9% à 292,5 \$/t pour le TSP, ainsi qu'une stagnation à 245 \$/t pour l'Urée et à 202,5 \$/t pour le chlorure de potassium.

Dans ce contexte, l'inflation s'est stabilisée en novembre à 1,2% aux Etats-Unis et, selon une première estimation de l'Eurostat, à -0,3% dans la zone euro. Au Royaume-Uni, elle s'est accélérée à 0,7% en octobre après 0,5% en septembre.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 10 décembre, de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et a procédé à un recalibrage de ses mesures d'assouplissement

quantitatif et ce, compte tenu de la résurgence de la pandémie et de ses répercussions économiques. Elle a ainsi augmenté l'enveloppe du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de 500 milliards d'euros, la portant à 1.850 milliards d'euros, et prolongé l'horizon de ces achats nets au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'elle juge que la crise du Covid-19 est terminée. En parallèle, les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ce programme sont prolongés au moins jusqu'à fin 2023.

Pour sa part, la FED a décidé, lors de sa réunion des 4 et 5 novembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle prévoit qu'il serait approprié de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec les évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps.

Au plan national, les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre 2020 mettent en évidence l'ampleur du double choc engendré par la pandémie de la Covid-19 et les conditions climatiques défavorables. En effet, le PIB s'est contracté de 14,9% en volume, contre une croissance de 2,4% un an auparavant, recouvrant une baisse de 15,5%, au lieu d'un accroissement de 3,7%, de la valeur ajoutée non agricole et un recul de 6,9%, après celui de 6%, de la valeur ajoutée agricole. Du côté de la demande, la consommation des ménages a connu une baisse de 21,2% et l'investissement a reculé de 10,2%, tandis que les dépenses des administrations publiques se sont améliorées de 5,8%. Pour ce qui est des exportations nettes, leur contribution négative à la croissance est ressortie en atténuation à -0,6 point.

Ces contreperformances se sont reflétées sur la situation du marché du travail qui a accusé une perte nette de 581 mille emplois au troisième trimestre par rapport au même trimestre de 2019. En outre, le volume horaire de travail a reculé de 14,6%, soit l'équivalent de 1,46 million d'emplois à temps plein. Tenant compte d'une sortie nette de 214 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité est revenu de 44,9% à 43,5% et le taux de chômage s'est aggravé de 9,4% à 12,7% globalement, de 12,7% à 16,5% dans les villes et de 4,5% à 6,8% en milieu rural.

Au niveau des échanges extérieurs, les données à fin octobre font ressortir des replis en glissement annuel de 10,1% des exportations et de 16,6% des importations. En conséquence, le déficit commercial s'est allégé de 44,2 milliards de dirhams pour s'établir à 128,5 milliards et le taux de couverture est passé de 57,9% à 62,4%. S'agissant des autres principales rubriques du compte courant, les recettes de voyage ont reculé de 60,3% à 26,6 milliards de dirhams, tandis que les transferts des MRE se sont améliorés de 1,7% à 55,8 milliards de dirhams. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a diminué de 31,2% à 11,7 milliards et celui des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 56,3% pour s'établir à 3,6 milliards. Tenant compte notamment des tirages extérieurs du Trésor, qui ont totalisé 32 milliards à fin octobre, les avoirs officiels de réserve ont atteint 292,7 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 7 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

Cette évolution des réserves internationales et l'expansion de 22,5% de la circulation fiduciaire sur la même période se sont traduites par une accentuation du besoin en liquidité des banques à 102,2 milliards de dirhams en

moyenne hebdomadaire au cours du troisième trimestre au lieu de 95,9 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a relevé le montant de ses injections à 111,8 milliards de dirhams. Les conditions monétaires ont été également marquées, consécutivement aux réductions du taux directeur opérées en mars et en juin derniers, par une poursuite de la baisse des taux débiteurs au troisième trimestre, avec un recul trimestriel du taux débiteur moyen global de 28 points de base à 4,30%. Cette diminution a profité aussi bien aux ménages qu'aux entreprises notamment les TPME pour lesquelles une réduction de 74 points a été enregistrée. Quant au taux de change effectif, il s'est apprécié de 1,83% en termes nominaux et de 3,65% en termes réels. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, favorisé par les mesures du Comité de Veille Economique et la politique d'assouplissement de BAM, il a maintenu un rythme soutenu de 5,6% en glissement annuel après 6,2% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre essentiellement une décélération des prêts accordés aux entreprises privées à 8,4% au lieu de 10,1% et une consolidation de la reprise des concours aux entreprises publiques à 4,9% après 1,3%. Concernant les prêts aux particuliers, leur progression est revenue de 2,8% à 2,5%, avec une accentuation de 0,1% à 2,4% de la baisse de ceux à la consommation et une légère amélioration de 2,3% à 2,8% du rythme de ceux destinés à l'habitat.

S'agissant des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des onze premiers mois de 2020 fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 59,2 milliards de dirhams, contre 45 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 8,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie de la Covid-19. Cette évolution s'explique principalement par la baisse de 6,3% à 217,2 milliards des recettes ordinaires, impactées par la contraction de 7,6% des rentrées fiscales, tandis que celles non fiscales se sont renforcées de 9,1%. Du côté des dépenses, la masse salariale a augmenté de 5,5% et les dépenses des autres biens et services se sont alourdies de 8,2% alors que la charge de compensation s'est allégée de 5,1%. Les dépenses d'investissement ont diminué de 4,1% à 55,5 milliards, portant ainsi celles globales à 287,1 milliards, en alourdissement de 1,9%. Tenant compte de la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 1,4 milliards, le déficit de caisse du Trésor, hors privatisation, s'est établi à 60,6 milliards, contre 53,3 milliards à fin novembre 2019. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 47,2 milliards et par des financements extérieurs nets de 13,4 milliards. L'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 9,6% par rapport à son niveau de décembre 2019. Quant aux conditions de financement du Trésor, elles sont restées favorables avec une baisse des taux moyens pondérés des titres émis par adjudication.

Au niveau du marché des actifs, les prix de l'immobilier ont enregistré une hausse trimestrielle de 3,6% au troisième trimestre 2020 et le nombre de transactions a augmenté de 117,6%, revenant ainsi à des niveaux proches de ceux d'avant crise. En ce qui concerne la bourse de Casablanca, le MASI a enregistré une baisse trimestrielle de 1,8%, résultat notamment des diminutions des indices sectoriels de 2,2% pour les « télécommunications » et de 3,9% pour l'« agroalimentaire ». Depuis le début de l'année, sa contreperformance ressort à 17,9%, avec en particulier des replis de 16,5% pour les banques, de 42,5% pour l'immobilier et de 35,2% pour les loisirs et hôtels. Pour ce qui est du volume des transactions, il est revenu à 4,7 milliards de dirhams, après 12,8 milliards au deuxième trimestre et la capitalisation boursière a enregistré une baisse de 1,1% d'un trimestre à l'autre, s'établissant à 517,9 milliards de dirhams.

Pour ce qui est de l'évolution des prix à la consommation, après une stagnation de l'indice des prix au deuxième trimestre, l'inflation est passée à 0,7% au troisième trimestre avant d'atteindre 1,3% en octobre. Cette dernière

accélération est attribuable au renchérissement de 7,8% des produits alimentaires à prix volatils ainsi qu'à la hausse de 1,9% des tarifs réglementés. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur baisse s'accroître à 16%, consécutivement au repli des cours internationaux des produits pétroliers. Quant à l'inflation sous-jacente, elle s'est sensiblement affaiblie pour s'établir à 0,2% en octobre au lieu de 0,5% en moyenne entre juillet et septembre, dans un contexte marqué par une atonie de la demande.

En termes de perspectives, l'économie mondiale continue à pâtir des effets de la crise de la Covid-19 notamment avec les restrictions imposées dans plusieurs pays pour endiguer la deuxième vague de contamination et ce, en dépit des signes de reprise et de l'optimisme suscité par le développement et l'efficacité des vaccins anti-Covid-19.

Ainsi l'économie américaine connaîtrait une contraction de 3,5% en 2020, avant de renouer avec la croissance à des taux de 4,6% en 2021 et de 2,5% en 2022. Dans la zone euro, le PIB reculerait de 7,9% cette année et, soutenu en particulier par le nouvel instrument de relance « Next Generation EU » doté de 750 milliards d'euros, connaîtrait une croissance de 4,1% en 2021 et de 2,5% en 2022. Au Royaume-Uni, déjà fragilisée par le Brexit, l'économie accuserait une récession historique de 11,6% en 2020 suivie d'une amélioration limitée de 3,6% en 2021 et de 2,5% en 2022.

Sur les marchés du travail, le chômage enregistrerait une forte hausse aux Etats-Unis à 8,1% en 2020 avant de reculer à 6,7% en 2021 puis à 6,3% en 2022. Dans la zone euro, l'impact de la pandémie devrait rester contenu en raison du recours aux dispositifs de maintien de l'emploi. Le taux de chômage connaîtrait ainsi une légère augmentation à 7,9% en 2020, puis à 8,1% avant de reculer à 6,8% en 2022.

S'agissant des principaux pays émergents, la croissance en Chine resterait positive, avoisinant 1,4% en 2020 et s'accroîtrait à 8,3% en 2021 puis s'établirait à 5% en 2022. En revanche, l'Inde connaîtrait une contraction de 10,1% de son PIB cette année, suivie d'un rebond de 11,5% en 2021 puis d'un ralentissement à 7,2% en 2022. Au Brésil, où les difficultés budgétaires continuent de freiner le redressement de l'activité économique, la diminution du PIB atteindrait 6% en 2020 et la reprise serait limitée à moyen terme, avec des progressions de 3,7% en 2021 et de 2,9% en 2022.

Sur les marchés des matières premières, les prix du pétrole ressortiraient en baisse avec en particulier un cours moyen à 41,9 dollars le baril pour le Brent en 2020, en repli de 34,5% d'une année à l'autre, avant d'augmenter à 52,4 \$/bl en 2021 et à 58,1 \$/bl en 2022. De même, le cours du phosphate brut reculerait en 2020 de 14,7% à 75 dollars la tonne puis s'élèverait à 78 dollars en 2021 et à 81 dollars en 2022, tandis que celui du DAP ressortirait en hausse de 1,2% à 310 dollars la tonne en 2020, puis continuerait de progresser pour s'établir à 326 dollars en 2022. Pour ce qui est des prix des produits alimentaires, ils devraient poursuivre leur hausse avec des taux prévus à 2,1% en 2020, à 4,6% en 2021 et à 1,1% en 2022.

Dans ces conditions, l'inflation resterait faible dans les économies avancées, s'établissant dans la zone euro en particulier à des niveaux largement inférieurs à l'objectif de la BCE, soit 0,3% en 2020 avant de s'accroître à 0,6% en 2021 puis à 1,2% en 2022. Aux Etats-Unis, elle ralentirait à 1,3% en 2020 puis s'accroîtrait pour atteindre 2,4% en moyenne en 2022.

Au niveau national, les perspectives de l'économie restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes liées à l'évolution de la pandémie et à la logistique de la mise en œuvre des initiatives de la vaccination anti-Covid-19 aussi bien au Maroc que chez ses principaux partenaires économiques, ainsi qu'aux conditions climatiques.

Ainsi, sur le plan des comptes extérieurs, les exportations de biens ressortiraient en baisse de 9% en 2020 et devraient renouer avec la croissance avec des taux prévus à 9,7% en 2021 et à 6,8% en 2022. En parallèle, les importations de biens devraient se replier de 14,3% cette année, tirées essentiellement par un allègement de la facture énergétique et un recul important des acquisitions de biens d'équipement, avant de s'accroître de 9,1% en 2021 et de 9,7% en 2022. S'agissant des recettes de voyage, elles reculeraient de 63,2% à 29 milliards de dirhams en 2020 avant de connaître une reprise graduelle, s'établissant à 49,9 milliards en 2021 et à 72 milliards en 2022. Pour leur part, les transferts des MRE, plus résilients face à la crise, afficheraient une hausse de 1,6% à 65,8 milliards en 2020, de 6,3% à 70 milliards en 2021 et de 2% à 71,4 milliards en 2022. Sous l'hypothèse d'entrées de dons de 4,3 milliards de dirhams en 2020, de 4,4 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022, le déficit du compte courant ressortirait quasi stable à 4,2% du PIB en 2020 avant de s'alléger à 3,3% en 2021, puis se situer à 3,9% du PIB en 2022. Concernant les entrées d'IDE, elles avoisineraient l'équivalent de 2,3% du PIB en 2020, contre 2,9% du PIB en 2019, avant de revenir à leur niveau moyen observé avant la crise, soit 3,1% du PIB. Tenant compte notamment des émissions réalisées par le Trésor sur le marché international cette année et de celles prévues en 2021 et en 2022, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 321,9 milliards à fin 2020 et évolueraient autour de ce niveau au cours des deux prochaines années, assurant ainsi une couverture d'un peu plus de 7 mois d'importations de biens et services.

Au regard de ces évolutions et de celles prévues de la circulation fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 65,3 milliards de dirhams à fin 2020, à 85,2 milliards à fin 2021 et à 112 milliards pour 2022. Concernant les conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier de 0,4% en 2020, résultat d'une appréciation du dirham contre le dollar américain et les monnaies de certains pays émergents, notamment le yuan chinois et la livre turque. Sur le reste de l'horizon de prévision, il ressortirait, en moyenne, en dépréciation de 0,6%, sous l'effet d'une dépréciation nominale contre l'euro en particulier et 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, et tenant compte des impacts prévus du programme Intelaka et des mesures de soutien et de relance, il devrait progresser de 4,3% cette année et en 2021 et de 4,5% en 2022.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire, hors privatisation, se situerait à 7,7% du PIB en 2020 avant de s'atténuer graduellement à 6,5% du PIB en 2021 et à 6,4% du PIB en 2022.

Pâtissant de l'effet conjugué de la pandémie de la Covid-19 et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale accuserait une contraction de 6,6% en 2020, avec un repli de 5,3% de la valeur ajoutée agricole et de 6,6% de celle non agricole. Cette prévision a été ajustée à la baisse par rapport à septembre, à la lumière des réalisations au titre du deuxième trimestre plus défavorables qu'attendu. En 2021, la croissance rebondirait à 4,7%, avec une augmentation de 13,8% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière de 75 MQx, et une amélioration de 3,3% de celle non agricole. En 2022, elle devrait se consolider à 3,5%.

Dans ce contexte, l'inflation devrait augmenter à 0,7% sur l'ensemble de l'année 2020, portée principalement par le renchérissement prévu des produits alimentaires à prix volatils, et se stabiliserait à 0,6% en 2021 avant d'augmenter à 1,3% en 2022. Sa composante sous-jacente se maintiendrait à 0,5% en 2020 et s'accélérait graduellement pour se situer à 1,5% en 2022.

La balance des risques ressort orientée à la hausse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, une éventuelle accélération de la pandémie tant au niveau national qu'international pourrait avoir des effets plus prononcés qu'attendu sur la capacité de production de l'économie et sur la confiance des opérateurs économiques et pourrait se traduire par une reprise moins importante que prévu de l'activité économique. En revanche, les annonces sur l'efficacité des premiers vaccins développés contre la Covid-19 et l'initiative de vaccination à grande échelle aussi bien au Maroc que chez plusieurs de ses partenaires économiques ont stimulé l'optimisme quant à une reprise plus rapide de l'économie, même si la logistique de sa mise en œuvre reste un défi important. En outre, le fonds stratégique dédié à l'investissement pourrait induire des effets positifs plus importants qu'attendu sur la confiance des opérateurs économiques et sur la croissance. Parallèlement, la production agricole au titre de la campagne actuelle, largement tributaire des conditions climatiques qui prévaudront au cours des prochains mois, constitue un facteur de risque interne pour la croissance. Quant à l'inflation, les risques à la baisse pourraient persister, en lien notamment avec un impact plus durable de la pandémie sur la demande intérieure. Les incertitudes entourant l'estimation à moyen terme de l'ampleur du double choc d'offre et de demande sous-tendant l'évolution des prix tant au niveau national qu'international sont, toutefois, importantes. Des pressions haussières sur les prix de certains produits pourraient, en effet, émaner des perturbations des chaînes d'approvisionnement, de la hausse des coûts de production, ou encore d'une faible production agricole nationale.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'économie mondiale se remet progressivement de la crise sanitaire. L'assouplissement des restrictions imposées pour contrer la pandémie a donné lieu à une amélioration de l'activité économique, les données des comptes nationaux du troisième trimestre ayant indiqué une forte atténuation de la baisse du PIB aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon. Au niveau des principaux pays émergents, la Chine se distingue de nouveau avec le raffermissement de sa croissance et l'Inde enregistre une atténuation de la baisse de son PIB, alors que les chiffres du deuxième trimestre montrent une contraction notable de l'activité au Brésil et en Russie. Sur le marché du travail, le taux de chômage aux Etats-Unis a poursuivi son mouvement baissier pour s'établir à 6,7% en novembre, avec toutefois un net ralentissement des créations d'emplois. Pour leur part, les marchés financiers ont été marqués par une hausse notable des indices boursiers des principales économies avancées et émergentes en liaison essentiellement avec les annonces prometteuses des vaccins contre le Covid-19. Quant aux marchés des matières premières, le cours du Brent a progressé en novembre, porté notamment par l'amélioration des perspectives suite aux résultats encourageants pour le vaccin. De même, les cours des produits hors énergie sont ressortis en hausse en glissement annuel, portés par ceux des métaux et minerais et des produits agricoles. Concernant l'inflation, elle est restée à des niveaux faibles dans les économies avancées, en particulier dans la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, les mesures d'assouplissement mises en place au troisième trimestre ont eu un impact positif sur la croissance. Ainsi, après une baisse du PIB de 9% enregistrée au deuxième trimestre, il n'a fléchi que de 2,9% en glissement annuel, en raison notamment d'un raffermissement de la consommation privée et de l'investissement. De même, l'économie de la zone euro a observé un allègement de la contraction, son PIB étant ressorti en repli de 4,4% en glissement annuel au troisième trimestre après une baisse de 14,8% un trimestre auparavant, en relation avec la reprise de la demande intérieure et extérieure. Par pays, la croissance s'est établie à -4% en Allemagne après -11,2% au deuxième trimestre et à -3,9% en France après -18,9%. En Espagne, le PIB a enregistré une diminution de 8,7% après un fléchissement de 21,5% et en Italie, il a marqué un recul de 5% contre une contraction de 18% un trimestre auparavant. Dans le même sens, au Royaume-Uni, les données du troisième trimestre font ressortir une atténuation de la baisse du PIB, revenant de 21,5% à 9,6%, suite notamment à un repli moins marqué de la consommation des ménages et de l'investissement privé et public. De même, au Japon, le PIB a marqué

une contraction de 5,9% au troisième trimestre, moindre que celle de 10,3% observée un trimestre auparavant, reflétant en particulier une amélioration de la consommation privée et de la demande étrangère adressée au pays.

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

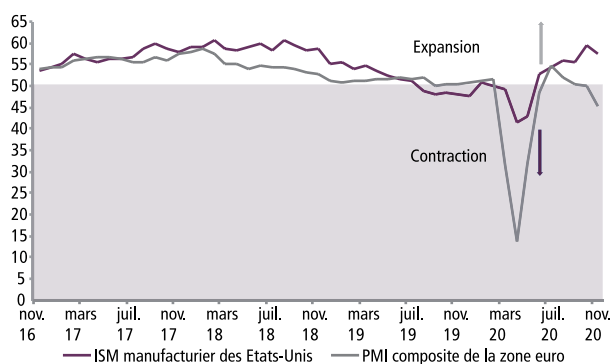
	2018			2019			2020				
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Pays avancés											
Etats-Unis	3,1	3,3	3,1	2,5	2,3	2,0	2,1	2,3	0,3	-9,0	-2,9
Zone euro	2,6	2,2	1,6	1,2	1,5	1,3	1,4	1,0	-3,3	-14,8	-4,4
France	2,4	1,9	1,6	1,4	1,8	1,8	1,6	0,8	-5,7	-18,9	-4,3
Allemagne	2,2	2,0	0,8	0,3	1,1	0,1	0,8	0,4	-2,1	-11,2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

Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, la Chine représente une exception, avec une consolidation de la croissance à 4,9% au troisième trimestre après 3,2% un trimestre auparavant, sur fond d'amélioration de la demande mondiale d'équipements médicaux et de technologies de travail à distance. En parallèle, l'Inde a profité de la bonne tenue de la demande dans la saison des festivals, qui s'est reflétée sur l'atténuation de la baisse de son PIB, revenant de 22,8% à 7%. Pour les autres principales économies émergentes, les données, qui restent celles du deuxième trimestre, indiquent une chute du PIB au Brésil avec un repli de 11,4%, traduisant l'affaiblissement de l'activité des secteurs des services et manufacturier. De même, en Russie, la croissance a marqué un fléchissement à -8%, en liaison notamment avec la chute des cours du pétrole et le recul significatif du secteur tertiaire.

Pour ce qui est des indicateurs de haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro est retombé en territoire négatif, avec une baisse à 45,1 points en novembre après 50 un mois auparavant. Dans le même sens, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a enregistré une baisse, revenant de 59,3 en octobre à 57,5 en novembre.

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

Sur les marchés du travail, et en dépit de quelques légères améliorations, la pandémie du Covid-19 continue de peser sur l'emploi dans les principaux pays avancés.

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour s'établir à 6,7% en novembre contre 6,9% en octobre. Cette baisse s'est toutefois accompagnée d'un net ralentissement des créations d'emplois, avec 245.000 emplois en novembre contre 610.000 un mois auparavant. Dans la zone euro, le taux de chômage a légèrement ralenti à 8,4% en octobre, après 8,5% le mois précédent, soutenu par les dispositifs de maintien de l'emploi (Encadré 1.1.). Par pays, il a stagné à 4,5% en Allemagne, a augmenté de 9,7% à 9,8% en Italie, et a baissé de 8,8% à 8,6% en France et de 16,3% à 16,2% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données les plus récentes indiquent une progression de ce taux de 4,5% en juillet à 4,8% en août.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage

(En%)	2018	2019	2020		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	3,9	3,7	7,9	6,9	6,7
Zone euro	8,2	7,6	8,5	8,4	N.D
France	9,1	8,5	8,8	8,6	N.D
Allemagne	3,4	3,2	4,5	4,5	N.D
Italie	10,6	10,0	9,7	9,8	N.D
Espagne	15,3	14,1	16,3	16,2	N.D
Royaume-Uni	4,0	3,8	N.D	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

Les marchés boursiers se sont remarquablement orientés à la hausse en novembre, portés par un élan d'optimisme après les nouvelles encourageantes sur les vaccins. L'EuroStoxx 50 s'est apprécié de 5,3% d'un mois à l'autre, le Dow Jones industriels de 3,2%, le FTSE 100 de 5,4% et le Nikkei 225 de 6,2%. Pour sa part, la volatilité s'est atténuée aussi bien sur la place européenne qu'américaine, le VIX et le VSTOXX ayant reculé de 29,4 à 26,2 et de 27,9 à 25 respectivement.

Pour ce qui est des indices des principales économies émergentes, des accroissements ont été enregistrés de 5,1% pour le MSCI EM, de 4,1% pour la Chine, de 2,4% pour l'Inde, de 5,1% pour le Brésil et de 7,5% pour la Turquie.

Encadré 1.1. : Le recours aux dispositifs de chômage partiel en réponse à la pandémie

Face à la pandémie du Covid-19, la plupart des pays européens ont fait le choix de recourir à des mesures actives pour préserver l'emploi et soutenir les entreprises. Les programmes de maintien de l'emploi (Job Retention Schemes), consistant soit en un assouplissement et/ou un renforcement des dispositifs de chômage partiel, ont été parmi les principaux instruments adoptés afin de limiter les destructions d'emplois et la hausse massive du chômage. Ces programmes permettent en effet aux entreprises pâtissant de difficultés économiques de réduire temporairement les heures travaillées, tout en maintenant un certain niveau de revenu des employés grâce à l'aide publique¹. Cette aide peut prendre la forme de transferts sociaux comme c'est le cas en Espagne et en Allemagne, ou sous forme de subventions salariales, fournies aux employeurs pour financer leurs versements aux salariés (l'exemple de la France et l'Italie). L'objectif de ces dispositifs est de préserver les contrats avec l'employeur même si le travail est suspendu, de manière à maintenir le capital humain de l'entreprise et éviter les processus coûteux de licenciement, de réembauche et de formation lorsque les conditions économiques s'améliorent.

Concernant plus particulièrement le cas de la France, le dispositif de chômage partiel comporte deux volets. En premier lieu, l'employeur reçoit de l'Etat une allocation équivalente à une part de la rémunération du salarié placé en activité partielle. Ensuite, le salarié reçoit de son employeur une indemnité d'activité partielle équivalente à une part de son salaire pour la période durant laquelle il est placé en activité partielle. Ainsi, le dispositif prévoit une allocation versée à l'employeur de 60% du salaire antérieur brut, limitée à 4,5 fois le SMIC avec un plancher de 8,03 euros par heure. S'agissant de l'indemnité perçue par le salarié, elle correspond à 70% du salaire brut antérieur (84% du salaire net).

A partir du 1^{er} janvier 2021, l'allocation reçue par l'employeur de l'Etat sera de 36%, toujours dans la limite de 4,5 fois le SMIC, mais cette fois-ci avec un plancher de 7,23 euros par heure. Quant à l'indemnité reçue par le salarié, elle sera, à compter du 1^{er} janvier, de 60% minimum dans la limite de 4,5 fois le SMIC². Toutefois, dans les secteurs particulièrement affectés, à savoir le tourisme, la restauration, l'hôtellerie, le transport aérien, le sport, la culture et l'événementiel, l'allocation fournie par l'Etat continuera de couvrir 70% du salaire brut antérieur, et l'indemnité versée au salarié sera maintenue à 70%, soit sans aucune charge pour les employeurs.

Tableau E.1.1.1 : Niveau d'indemnisation au chômage partiel

Pays	Prise en charge en % du salaire net
France	84% du salaire net assuré (au moins égal au SMIC)
Royaume-Uni	80%
Pays-Bas	90% du salaire
Belgique	70% (et indemnité de 6€ par jour)
Espagne	70%
Danemark	75% (limite 3.000€)
Allemagne	Entre 60 et 67% du salaire
Autriche	Entre 80% et 90% du salaire seront couverts

Par ailleurs, la France prévoit un autre dispositif d'activité partielle de longue durée (APLD) dédié aux entreprises confrontées à une réduction durable de l'activité. Dans ce cas, l'employeur peut en bénéficier à condition de conclure un accord collectif³ dans lequel sont précisés les engagements en matière d'emploi.

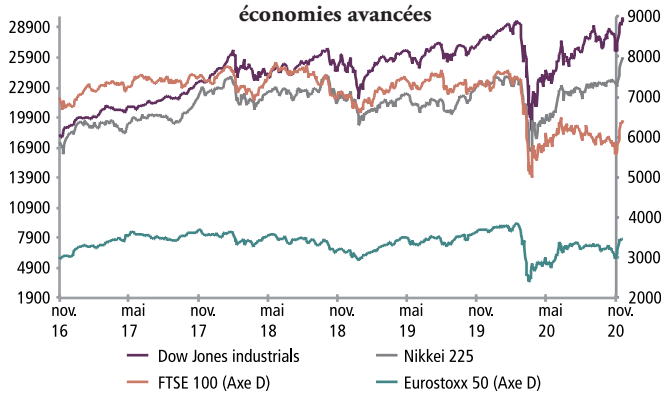
¹ Définition adoptée par la Commission européenne (2020).

² Les travailleurs dont le salaire est inférieur au SMIC continueront de bénéficier d'une indemnité égale à leur rémunération antérieure.

³ La négociation d'un accord collectif se fait entre un employeur ou un groupe d'employeurs et une ou plusieurs organisations syndicales et a pour objectif de déterminer les conditions d'emploi.

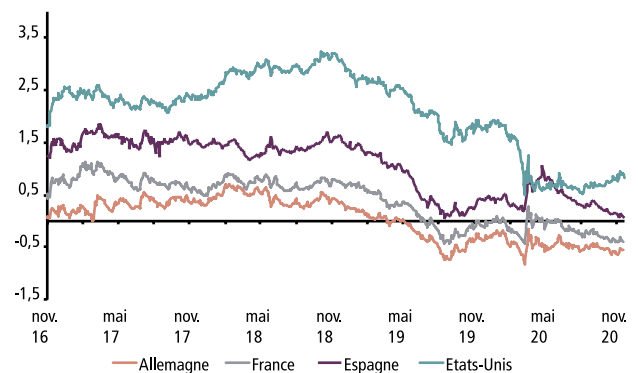
Dans le cadre des programmes d'urgence mis en place pour faire face à la crise, la Commission européenne a proposé au printemps 2020 un nouvel instrument temporaire ayant pour objet l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence, dénommé "SURE". Ce dernier est conçu pour soutenir les dispositifs de chômage partiel ainsi que d'autres mesures similaires et aider les Etats membres à protéger les travailleurs. Il est doté d'une capacité de financement pouvant atteindre 100 milliards d'euros, sous forme de prêts à des conditions favorables. Jusqu'au 1^{er} décembre de cette année, 18 Etats membres ont sollicité un soutien au titre de cet instrument et un total de 39,5 milliards d'euros a été versé en trois tranches. L'Italie, qui a reçu 16,5 milliards d'euros, est suivie de l'Espagne avec un montant de 10 milliards.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées

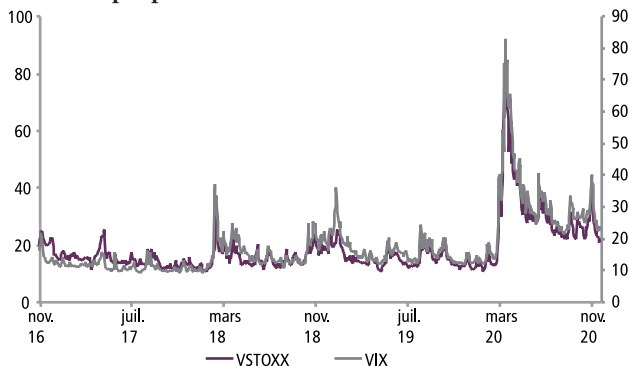


S'agissant des principales économies émergentes, hormis la Chine pour qui s'est accru de 6 pb à 3,3%, ce taux est ressorti en repli de 4 pb à 5,9% pour l'Inde, de 10 pb à 7,5% pour le Brésil et de 51 pb à 12,8% pour la Turquie.

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

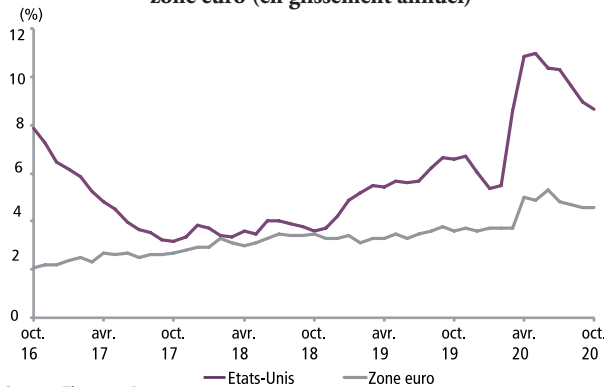


Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



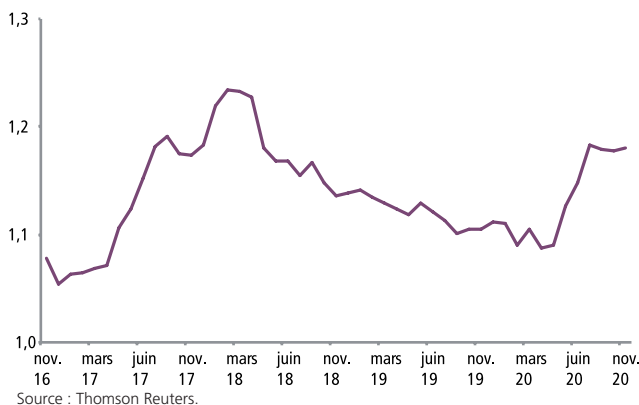
Sur les marchés obligataires, le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans a augmenté, entre octobre et novembre, de 10 points de base (pb) à 0,9% suite notamment au regain d'appétit pour le risque. Au niveau de la zone euro, le taux à 10 ans est demeuré quasi-inchangé à -0,6% pour l'Allemagne, à -0,4% pour la France et à 0,7% pour l'Italie, tandis qu'il a légèrement baissé à 0,1% pour l'Espagne.

Sur les marchés monétaires, le Libor à 3 mois s'est quasiment stabilisé à 0,22% en novembre, alors que l'Euribor de même maturité a légèrement diminué, passant de -0,51% à -0,52%. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression a poursuivi son ralentissement aux Etats-Unis, revenant de 9% en septembre à 8,7% en octobre, et s'est maintenu à 4,6% en octobre dans la zone euro.

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

Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié de 0,3% en novembre face au dollar, se situant à 1,181 dollar mais s'est déprécié de 1% contre la livre sterling et de 0,4% vis-à-vis du yen japonais. Concernant les monnaies des principaux pays émergents, elles se sont renforcées face au dollar de 1,7% pour le yuan chinois et de 2,9% pour le real brésilien, alors qu'elles sont ressorties en dépréciation de 1% pour la roupie indienne et de 0,5% 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, à l'issue de sa réunion du 10 décembre, la BCE a décidé de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et a procédé à un recalibrage de ses mesures d'assouplissement quantitatif et ce, compte tenu de la résurgence de la pandémie et de ses répercussions économiques. Elle a ainsi augmenté l'enveloppe du

programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) de 500 milliards d'euros la portant à 1.850 milliards d'euros et prolongé l'horizon de ces achats nets au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'elle juge que la crise du Covid-19 est terminée. En parallèle, les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ce programme sont prolongés au moins jusqu'à fin 2023. Pour ce qui est des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), il a été décidé (i) de prolonger la période des conditions nettement plus favorables de 12 mois jusqu'à juin 2022 ; (ii) de rajouter trois opérations supplémentaires devant être effectuées entre juin et décembre 2021 ; et d'augmenter le montant total pouvant être emprunté de 50% à 55% de leur stock de prêts éligibles. La BCE a également décidé de poursuivre ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros.

Pour sa part, la FED a décidé, lors de sa réunion des 4 et 5 novembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle prévoit qu'il sera approprié de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec les évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. De surcroît, au cours des prochains mois, la FED augmentera ses achats de titres du Trésor et des titres hypothécaires au moins au rythme actuel afin de maintenir le bon fonctionnement du marché et favoriser des conditions financières accommodantes, soutenant ainsi le flux de crédit aux ménages et aux entreprises. Elle a de nouveau réitéré qu'elle s'engage à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie américaine en ces temps difficiles.

Quant à la Banque d'Angleterre, son Comité de politique monétaire a gardé, le 4 novembre, inchangé son taux directeur à 0,1%. Il a décidé en parallèle (i) de maintenir

le stock d'achats d'obligations d'entreprises non financières britanniques notées « investment-grade » à £20 milliards, (ii) de poursuivre son programme existant d'achat d'obligation du gouvernement britannique de £100 milliards et (iii) d'augmenter le stock cible d'obligations du gouvernement britannique achetées de £150, portant ainsi le stock total d'obligation du gouvernement à £875 milliards.

Au niveau des principaux pays émergents, les taux directeurs ont été gardés inchangés à 4,25%, le 23 octobre, par la Banque centrale de Russie, à 4%, le 4 décembre, par la Banque de réserve de l'Inde et à 2%, le 9 décembre, par la Banque centrale du Brésil. Pour sa part, lors de sa réunion du 19 novembre, la Banque centrale de la Turquie a relevé son taux de 10,25% à 15%, en indiquant qu'elle a décidé de mettre en œuvre un resserrement monétaire transparent et fort afin d'éliminer les risques pesant sur les perspectives d'inflation, de contenir les anticipations d'inflation et de rétablir le processus de désinflation.

1.3 Prix des matières premières et inflation

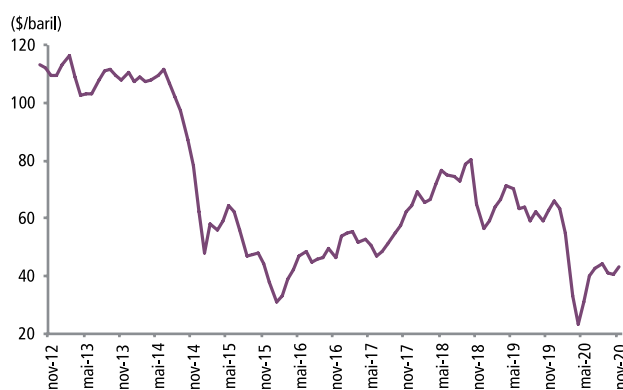
1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le cours du Brent a augmenté de 6,8% entre octobre et novembre pour se situer à 43,2 dollars le baril. Cette hausse s'explique notamment par l'effet favorable de l'annonce par plusieurs grands groupes pharmaceutiques du développement de vaccins contre le Covid-19, ainsi que par la perspective d'un ajustement des coupes de production du pétrole par les pays de l'OPEP+. En glissement annuel, le cours du Brent reste en baisse de 31,1% en novembre.

Pour le gaz naturel, le prix sur le marché européen s'est établi à 4,84 dollars le mBTU¹ en novembre, soit une diminution de 1,1% en glissement mensuel et de 6,1% en variation annuelle.

¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

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

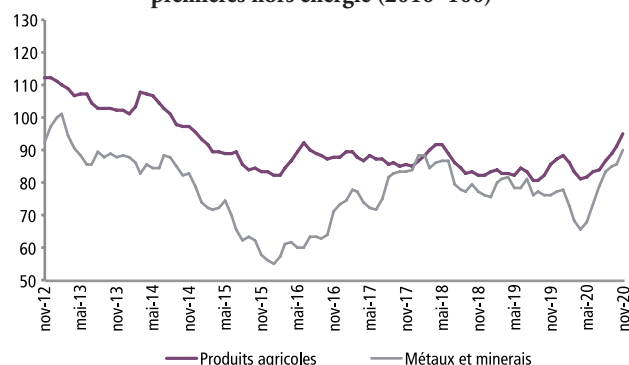


Source : Thomson Reuters.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des produits hors énergie ont augmenté en novembre de 12,7% en glissement annuel, traduisant une hausse de 18,5% de ceux des métaux et minerais et de 10,8% pour les produits agricoles.

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

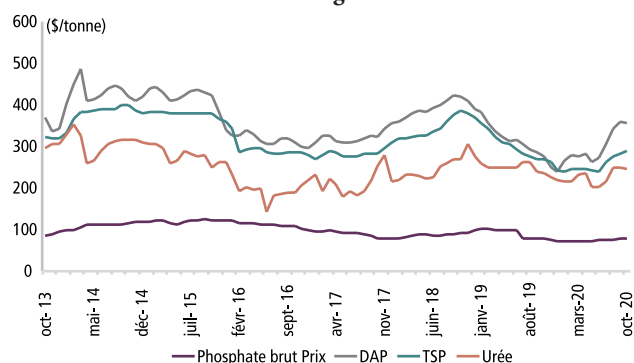


Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et engrais, les prix ont enregistré des évolutions différenciées en novembre, avec des hausses de 3,1% pour le phosphate brut à 82,5\$/t en moyenne, de 0,7% pour le DAP à 359,6 \$/t et de 0,9% pour le TSP à 292,5\$/t, ainsi qu'une stagnation à 245\$/t pour l'Urée et à 202,5\$/t pour le chlorure de potassium. En glissement annuel, les cours ont enregistré des hausses de 11,5% pour le phosphate brut, de 45% pour le DAP, de 10,8% pour le TSP et de

9,1% pour l'Urée, tandis que le Chlorure de potassium a accusé un recul de 23,7%.

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



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

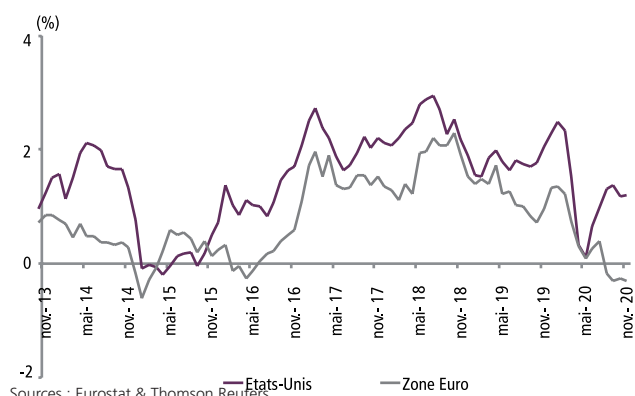


Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel (en%)

	2018	2019	2020		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	2,4	1,8	1,3	1,4	1,2
Zone Euro	1,8	1,2	-0,2	-0,3	-0,3
Allemagne	1,9	1,4	-0,1	-0,4	-0,7
France	2,1	1,3	0,2	0	0,2
Espagne	1,7	0,8	-0,6	-0,6	-0,9
Italie	1,2	0,6	-0,5	-1,0	-0,3
Royaume-Uni	2,5	1,8	0,2	0,5	n.d
Japon	1,0	0,5	0,2	0,1	n.d

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

1.3.3 Inflation

Selon une première estimation de l'Eurostat, l'inflation s'est stabilisée d'un mois à l'autre dans la zone euro à -0,3% en novembre. Cette évolution reflète notamment une baisse de -0,5% à -0,7% en Allemagne, des hausses de 0,1% à 0,2% en France et de -0,6% à -0,3% en Italie, ainsi qu'une stagnation à -0,9% en Espagne. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est stabilisée à 1,2% en novembre. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation s'est accélérée de 0,5% en septembre à 0,7% en octobre au Royaume-Uni et a, en revanche, décéléré de 0,1% à -0,4% au Japon.

Au niveau des principaux pays émergents, à l'exception de la Chine où elle est passée de 0,5% en octobre à -0,5% en novembre en liaison essentiellement avec la chute des prix de la viande de porc, l'inflation a augmenté de 4,0% à 4,4% en Russie, de 3,1% en septembre à 3,9% en octobre au Brésil et de 7,3% à 7,6% en Inde.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données provisoires des échanges extérieurs à fin octobre 2020 laissent constater un repli d'une année à l'autre des échanges extérieurs avec un recul de 68,3 milliards des importations et de 24,1 milliards des exportations. En conséquence, le déficit commercial s'est allégé de 44,2 milliards pour s'établir à 128,5 milliards de dirhams et le taux de couverture est passé de 57,9% à 62,4%. En parallèle, les recettes de voyage se sont établies à 26,6 milliards de dirhams, en diminution de 60,3%, tandis que les transferts des MRE sont restés résilients, enregistrant une amélioration de 1,7% à 55,8 milliards de dirhams. Le flux net d'IDE a diminué de 31,2% à 11,7 milliards et celui des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 56,3% à 3,6 milliards. Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve, leur encours a atteint 292,7 milliards de dirhams à fin octobre 2020, représentant l'équivalent de 7 mois et 12 jours d'importations des biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

Le recul des exportations a atteint 10,1% à fin octobre 2020 par rapport à la même période de 2019 et a concerné l'ensemble des secteurs. En particulier, les ventes du secteur automobile ont diminué de 13,5% à 57,8 milliards de dirhams, traduisant des replis de 17,3% pour le segment de la construction et de 24,2% pour celui du câblage. Les exportations du secteur du textile et cuir ont régressé de 18,7% à 25,4 milliards, reflétant des baisses de 22% aussi bien pour les vêtements confectionnés que pour les articles de bonneteries et de 13,8% pour les chaussures. De même, les ventes des secteurs de l'aéronautique et de l'électronique ont diminué respectivement de 28,6% à 10,2 milliards et de 2,3% à 8,3 milliards. Les ventes du secteur agricole et agroalimentaire ont enregistré une quasi-stagnation à 50,6 milliards, recouvrant des progressions de 0,3% pour les produits de l'industrie alimentaire et de 1,2% pour ceux agricoles ainsi qu'un repli de 77,1% pour l'industrie de tabac. Concernant les exportations des phosphates et dérivés, elles ont diminué de 2,2% pour s'établir à 41,5 milliards, en lien essentiellement avec un recul de 23,9% des ventes de l'acide phosphorique, résultat lui-même des reflux de 11,8% des prix à l'export et de 13,7% des quantités expédiées. A l'inverse, les ventes des engrais naturels se sont inscrites en amélioration de 8,3% en lien avec la hausse de 23,7% des quantités exportées.

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

Secteurs/Segments	janv.- oct. 2020	janv.-oct. 2019	Variations	
			En valeur	En %
Exportations	213 716	237 843	-24 127	-10,1
Automobile	57 757	66 794	-9 037	-13,5
Construction	23 264	28 134	-4 870	-17,3
Câblage	20 489	27 044	-6 555	-24,2
Intérieur véhicules et sièges	5 819	6 654	-835	-12,5
Textile et Cuir	25 414	31 274	-5 860	-18,7
Vêtements confectionnés	15 466	19 856	-4 390	-22,1
Articles de bonneterie	4 911	6 315	-1 404	-22,2
Chaussures	2 057	2 387	-330	-13,8
Aéronautique	10 217	14 306	-4 089	-28,6
EWIS	3 931	6 017	-2 086	-34,7
Assemblage	6 232	8 224	-1 992	-24,2
Agriculture et Agro-alimentaire	50 608	50 858	-250	-0,5
Industrie de tabacs	147	642	-495	-77,1
Industrie alimentaire	27 447	27 371	76	0,3
Agriculture, sylviculture, chasse	21 636	21 389	247	1,2
Phosphates et dérivés	41 485	42 406	-921	-2,2
Electronique	8 322	8 514	-192	-2,3
Composants électroniques	2 346	3 552	-1 206	-34,0
Fils, cables et autres conducteurs pour l'électr.	3 190	1 899	1 291	68,0
Autres extractions minières	2 585	3 487	-902	-25,9

Source : Office des Changes.

Encadré 2.1 : Impact du Covid-19 sur le secteur automobile au Maroc : évolutions et perspectives

Grâce à la politique de développement des métiers mondiaux du Maroc, le secteur automobile national a enregistré une forte croissance durant les dernières années à la fois au niveau du segment de la construction que des équipements. Il s'est hissé ainsi au premier rang des exportations nationales depuis 2014. Cependant, la pandémie du Covid-19 a constitué un choc notable pour le secteur et devrait impacter son développement durant les prochaines années.

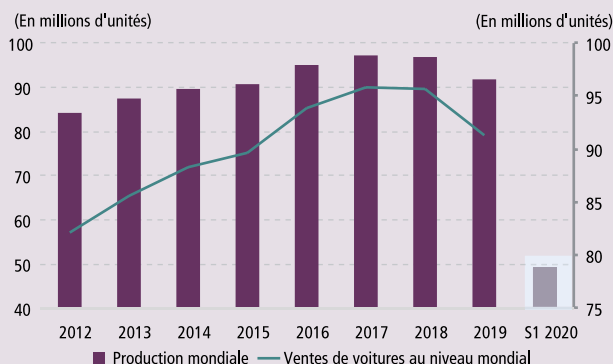
En effet, après une tendance haussière depuis 2012, la production du secteur automobile a accusé une baisse de 5,2% en 2019 et les ventes ont fléchi de 4,5%, en lien notamment avec le ralentissement de la croissance économique mondiale et la mise en œuvre de nouvelles réglementations antipollution notamment en Europe et en Chine. Ces replis ont été accentués par la crise sanitaire, avec une baisse de 29,3% de la production mondiale au premier semestre de 2020.

A l'instar des autres pays, les exportations nationales du secteur ont été fortement impactées par la crise sanitaire, suite à l'arrêt de la production locale pendant une certaine période, dans le cadre des efforts pour endiguer la propagation de la pandémie, et à la baisse drastique de la demande étrangère. Le repli des exportations du secteur a ainsi atteint 34% à fin mai 2020 avant de s'atténuer à 16,1% sur les neuf premiers mois de l'année, reflétant la reprise graduelle de la production malgré une reprise lente de la demande.

En termes de perspectives, la reprise devrait être graduelle avec de fortes divergences régionales. Ainsi, selon une étude publiée par le cabinet PwC Strategy en mai 2020, la progression des ventes devrait ralentir de 3,4% entre 2009 et 2019 à 2,1% entre 2019 et 2024 au niveau mondial.

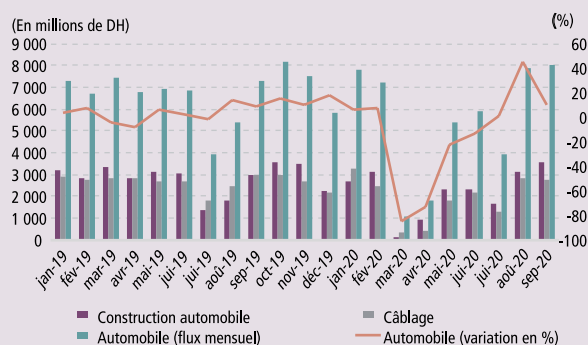
Pour le marché européen, principale destination de la production nationale, il devrait connaître une contraction entre -11% et -17% des ventes au cours des trois prochaines années. A l'inverse, les ventes dans les pays émergents sont prévues en hausse de 4,7% entre 2019 et 2024 après 2,7% entre 2009 et 2019.

Graphique E 2.1 : Evolution de la production et des ventes mondiales



Source : OICA.

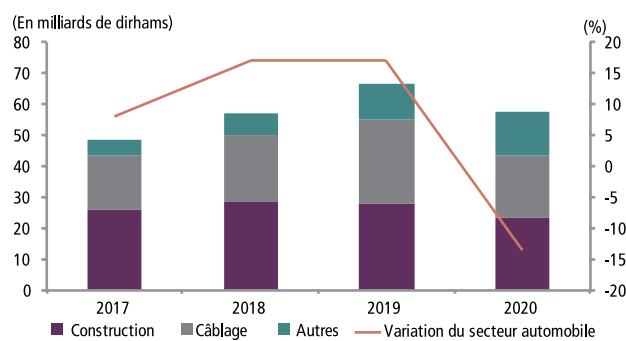
Graphique E 2.2 : Evolution du flux mensuel des exportations du secteur automobile et ses principales composantes



Source : Offices des changes.

Au niveau national, si l'élan prévu avec l'augmentation de la production de l'usine PSA devrait contribuer à la progression des exportations du secteur, la concrétisation des projets d'extension de capacités et nouvelles unités reste incertaine. Les principaux producteurs internationaux déclarent en effet des réductions importantes des capacités de production durant les prochaines années. Tenant compte des plans de production annoncés, les exportations du secteur devraient ainsi augmenter de 18,6% en moyenne en 2021 et 2022.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

A l'exception des produits alimentaires, les importations de l'ensemble des groupements de produits ont affiché des baisses importantes durant les dix premiers mois de l'année. Les importations globales ont ainsi connu une baisse de 16,6%, reflétant essentiellement un recul de 17,6% des acquisitions de biens d'équipement à 87,8 milliards, avec en particulier des baisses de 7,5 milliards des importations d'« avions et autres véhicules aériens ou spatiaux » et de 2,3 milliards de celles des « fils, câbles pour l'électricité ». Les achats de produits finis de consommation ont diminué de 21% à 74,4 milliards avec notamment des régressions de 44,3% des importations de « voitures de tourisme » et de 24,9% de celles de « parties et pièces pour voitures de tourisme ». De même, les achats des demi-produits se sont repliés de 13% à 76 milliards et ceux des produits bruts ont diminué de 14,2% à 16,1 milliards. S'agissant de la facture énergétique, elle s'est allégée de 35,3% à 41,1 milliards de dirhams, tirée par des baisses de 40,1% pour le « gas-oils et fuel-oils » et de 61,4% pour les « huiles de pétrole et lubrifiants » sous l'effet du repli de leur prix à l'importation. A l'inverse, les acquisitions de produits alimentaires ont progressé de 17,3% à 47 milliards, en liaison notamment avec la hausse des approvisionnements en blé de 3,6 milliards de dirhams à 11,7 milliards et en orge de 1,5 milliard à 2 milliards.

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

Groupements d'utilisation	janv.-oct. 2020	janv.-oct. 2019	Variations	
			En valeur	En %
Importations CAF	342 257	410 592	-68 335	-16,6
Produits énergétiques	41 147	63 550	-22 403	-35,3
Gas-oils et fuel-oils	19 081	31 870	-12 789	-40,1
Huiles de pétrole et lubrifiants	2 784	7 215	-4 431	-61,4
Produits finis de consommation	74 351	94 171	-19 820	-21,0
Voitures de tourisme	9 516	17 094	-7 578	-44,3
Parties et pièces pour voitures de tourisme	11 456	15 255	-3 799	-24,9
Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles	5 602	7 028	-1 426	-20,3
Biens d'équipement	87 783	106 540	-18 757	-17,6
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	317	7 832	-7 515	-96,0
Fils et câbles pour l'électricité	5 307	7 635	-2 328	-30,5
Voitures utilitaires	4 613	5 764	-1 151	-20,0
Demi produits	75 958	87 356	-11 398	-13,0
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	10 580	12 015	-1 435	-11,9
Fils, barres, et profilés en cuivre	3 272	4 471	-1 199	-26,8
Produits bruts	16 055	18 703	-2 648	-14,2
Soufres bruts et non raffinés	4 008	6 242	-2 234	-35,8
Bois bruts, équarris ou sciés	1 736	2 327	-591	-25,4
Produits alimentaires	46 963	40 025	6 938	17,3
Blé	11 672	8 080	3 592	44,5
Orge	2 045	566	1 479	-

Source : Office des Changes.

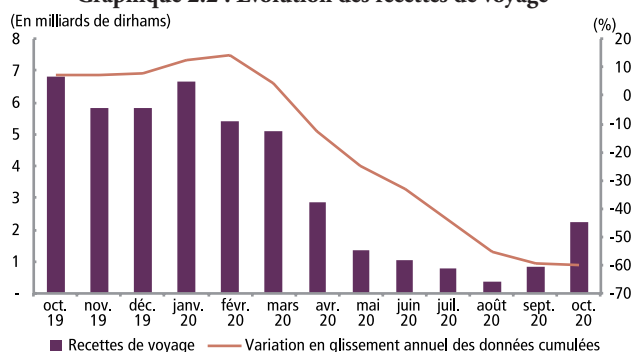
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire a reculé de 42,1% à 44 milliards de dirhams, reflétant des baisses de 29,8% des importations à 56,5 milliards et de 35,8% des exportations à 100,5 milliards. En particulier, les recettes de voyage se sont établies à 26,6 milliards de dirhams, en diminution de 60,3% et les dépenses au même titre se sont repliées de 50,4% à 8,8 milliards.

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

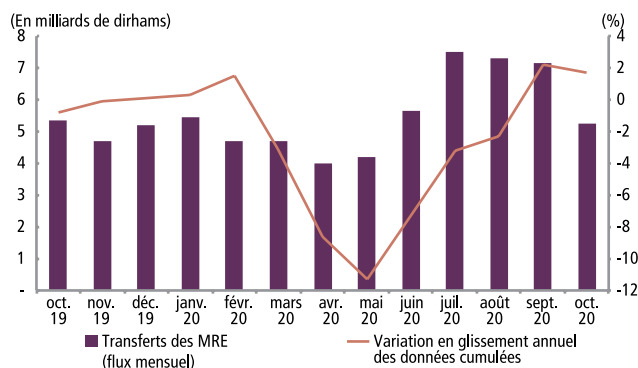
	janv.- oct. 2020	janv.- oct. 2019	Variations	
			en valeur	en %
Importations	56 465	80 427	-23 962	-29,8
Exportations	100 484	156 495	-56 011	-35,8
Solde	44 019	76 068	-32 049	-42,1

Source : Office des Changes.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage

Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, ils ont affiché une résilience notable face à la crise, enregistrant une hausse de 1,7% à fin octobre, après une baisse de 11,3% enregistrée à fin mai, pour s'établir à 55,8 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Quant aux opérations financières, le flux net d'IDE a connu un repli de 31,2% à 11,7 milliards de dirhams, résultat des diminutions de 7,9 milliards des recettes et de 2,6 milliards des cessions. De même, le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a

baissé de 56,3% pour s'établir à 3,6 milliards, intégrant une hausse de 1,4 milliard des recettes et un repli de 3,2 milliards des dépenses d'investissement.

À fin octobre 2020, l'encours des avoirs officiels de réserve ressort à 292,7 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 7 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

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

	janv.-oct. 2020	janv.-oct. 2019	Variations	
			en valeur	en %
Investissements directs étrangers	11 692	16 992	-5 300	-31,2
Recettes	20 434	28 374	-7 940	-28,0
Dépenses	8 742	11 382	-2 640	-23,2
Investissements des marocains à l'étranger	3 556	8 138	-4 582	-56,3
Dépenses	6 278	9 442	-3 164	-33,5
Recettes	2 722	1 304	1 418	-

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2020, les conditions monétaires ont été marquées par la poursuite de la baisse des taux débiteurs et par une appréciation du taux de change effectif. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son taux d'accroissement annuel est revenu d'un trimestre à l'autre de 6,2% à 5,6%, recouvrant une décélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées, une consolidation de la reprise des concours aux entreprises publiques et une légère accélération de la hausse des crédits aux ménages. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve se sont accrus en glissement annuel de 25,8% au lieu de 22,1% et les créances nettes sur l'administration centrale ont augmenté de 22,3% contre 16,8% un trimestre auparavant. Au total, la croissance de la masse monétaire est passée de 6,9% à 7,1%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ont progressé de 3,6%, après une baisse de 3% au trimestre précédent. Cette évolution traduit des augmentations de 3,6% tant des biens résidentiels que des terrains et de 5,1% pour les biens à usage professionnel. Parallèlement, après le repli important et généralisé accusé par l'ensemble des biens durant le premier semestre, le nombre de transactions a enregistré une hausse de 117,6%, une reprise qui a concerné toutes les catégories. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI a diminué de 1,8% au troisième trimestre après une hausse de 4,8% un trimestre auparavant et le volume des échanges s'est établi à 4,7 milliards après 12,8 milliards.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du troisième trimestre de 2020, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 102,2 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 95,9 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a relevé le montant de ses injections à 111,8 milliards, dont notamment 36 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 40,1 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 31,6 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 4 milliards servis sous forme de swap de change.

Les dernières données disponibles indiquent une atténuation du déficit de la liquidité bancaire à 95,7 milliards en moyenne durant les mois d'octobre et novembre.

Dans ce contexte, le taux interbancaire s'est stabilisé en moyenne mensuelle à 1,50% depuis la décision du Conseil de la Banque de réduire le taux directeur en juin 2020. Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux se sont orientés globalement à la baisse aussi bien

sur le compartiment primaire que secondaire avant de connaître de légères hausses en novembre.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

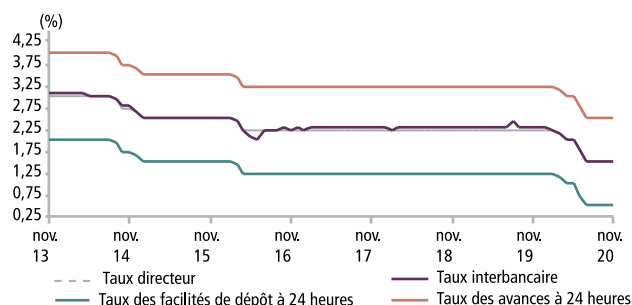
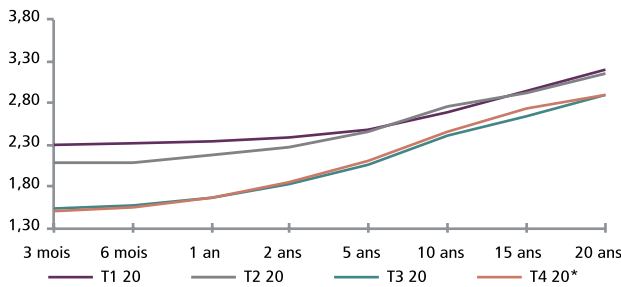


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2018		2019				2020			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	oct.	
52 semaines	2,45	2,37	2,31	2,31	2,27	2,34	2,16	1,68	1,64	
2 ans	2,60	2,51	2,39	2,38	2,32	2,40	2,22	1,83	1,84	
5 ans	2,86	2,77	2,60	2,58	2,46	2,50	2,42	2,10	2,10	
10 ans	3,34	3,19	3,02	2,97	2,81	2,65	2,40	2,39	-	
15 ans	-	3,64	3,42	3,38	3,10	2,94	2,90	-	-	

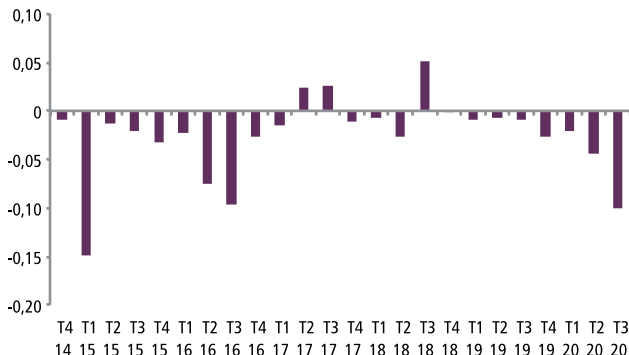
Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire



* Moyenne observée en octobre et novembre.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont connu une diminution au cours du troisième trimestre 2020. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont reculé de 14 points de base à 2,50% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 32 points à 2,71% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques a marqué une baisse de 10 points comparativement au trimestre précédent.

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



S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au troisième trimestre 2020 indiquent une poursuite de la baisse des taux. Ainsi, le taux moyen global est revenu à 4,30%, en recul de 28 points de base par rapport au trimestre précédent. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont enregistré une baisse de 33 points, recouvrant des diminutions de 74 points pour les crédits aux TPME et de 26 points pour ceux aux grandes entreprises. De même les taux appliqués aux particuliers ont affiché un repli

de 38 points, avec des baisses de 32 points pour les prêts à l'habitat et de 62 points pour les crédits à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2019			2020		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Taux global	4,98	5,09	4,91	4,87	4,58	4,30
Particuliers	5,34	5,69	5,55	5,64	5,53	5,15
Crédits immobiliers	4,18	4,51	4,48	4,39	4,64	4,32
Crédits à la consommation	6,71	6,72	6,66	6,75	7,09	6,47
Entreprises	4,85	4,92	4,77	4,70	4,44	4,11
Crédits de trésorerie	4,70	4,74	4,65	4,61	4,39	3,95
Crédits à l'équipement	5,07	5,20	4,58	4,49	4,19	4,37
Crédits immobiliers	5,46	6,07	6,12	6,15	6,12	5,85

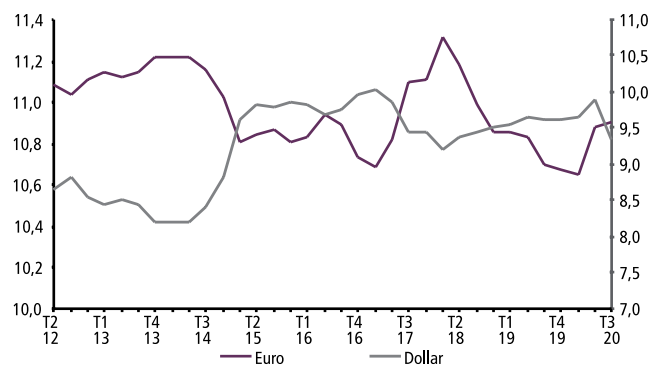
Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2018		2019				2020		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
6 mois	2,80	2,71	2,78	2,68	2,75	2,68	2,73	2,64	2,50
12 mois	3,07	3,04	3,06	3,00	3,01	2,98	3,06	3,02	2,71

3.1.2 Taux de change

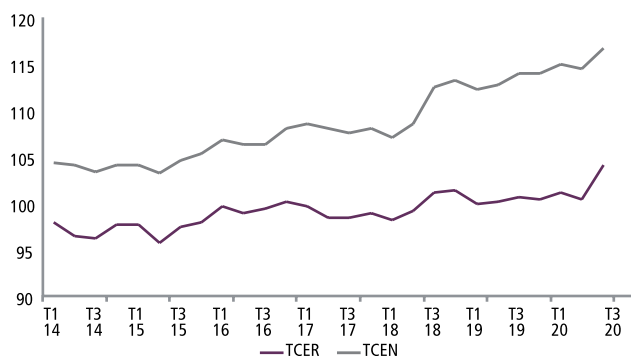
Durant le troisième trimestre 2020, l'euro s'est apprécié, d'un trimestre à l'autre, de 6,17% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,25% vis-à-vis de l'euro et s'est appréciée de 5,88% par rapport au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 11,20% par rapport à la livre turque, de 1,80% contre la livre sterling et de 3,33% face au yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,83% en terme nominal et de 3,65% en terme réel.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



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

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



Sources : Calcul de BAM et du FMI.

En ce qui concerne les transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu des hausses de 12,8% à 21,9 milliards de dirhams pour les ventes et de 12,6% à 20,4 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont augmenté de 27,8% à 10,3 milliards et les ventes à terme se sont accrues de 2,6% à 2,7 milliards. Durant cette période, Bank Al-Maghrib n'a réalisé aucune opération d'achat ou de vente de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie à 3,7 milliards de dirhams à fin septembre, contre 5,2 milliards à fin juin 2020.

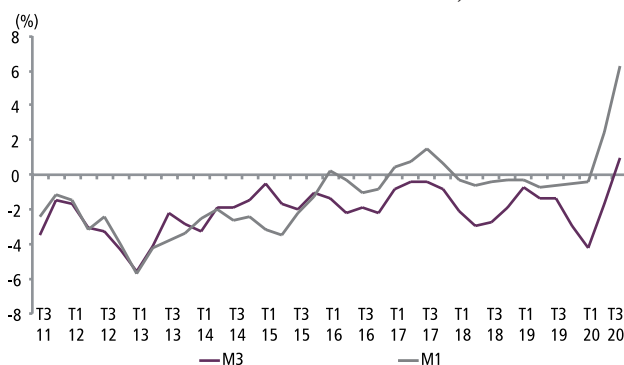
3.1.3 Situation monétaire

Le taux de croissance de l'agrégat M3 est passé de 6,9% au deuxième trimestre à 7,1% au troisième trimestre 2020. Cette évolution reflète essentiellement l'accélération de 20,1% à 22,5% du rythme d'accroissement de la monnaie fiduciaire et de 8,4% à 9,6% pour les dépôts à vue, avec notamment une amélioration de 7,9% à 9,4% de la progression pour les ménages et de 9,3% à 10,3% pour les entreprises non financières privées. A l'inverse, les titres des OPCVM monétaires ont vu leur taux d'accroissement revenir 9,8% à 2,6% d'un trimestre à l'autre. Quant aux dépôts à terme, ils ont connu une diminution de

10,3%, après celle de 7,5%, avec une accentuation de la baisse de 6,4% à 7,3% des dépôts des entreprises privées et de 4% à 6% de ceux des ménages.

Par principale contrepartie, l'évolution de la masse monétaire recouvre des accélérations de 22,1% à 25,8% pour les avoirs officiels de réserve et de 16,8% à 22,3% pour les créances nettes sur l'administration centrale ainsi qu'une décélération de 6,3% à 5,3% pour le crédit bancaire.

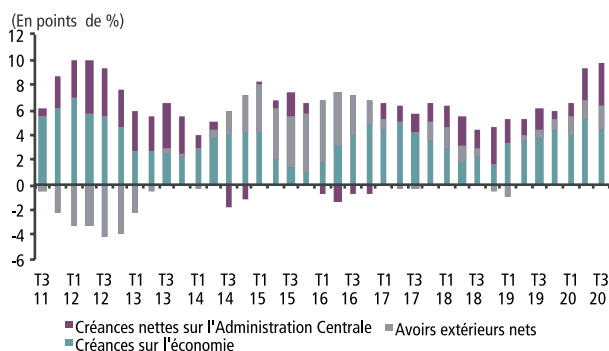
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)

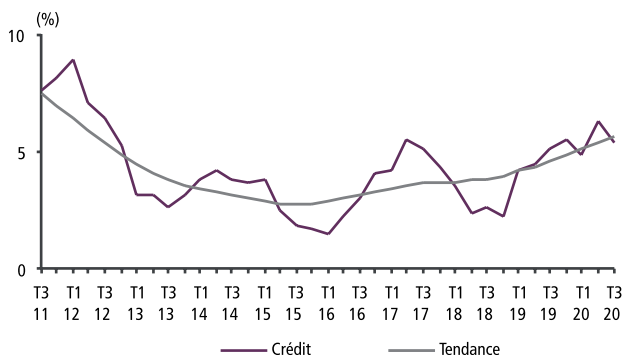


1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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



Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit

Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son taux d'accroissement annuel est revenu de 6,2% à 5,6%, recouvrant une décélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées et aux particuliers, une consolidation de la reprise des concours aux entreprises publiques et une amélioration des crédits aux entrepreneurs individuels.

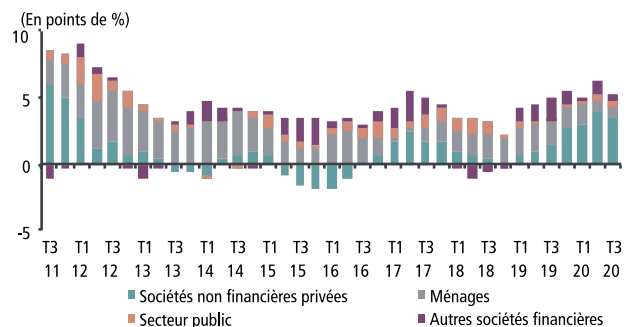
Ainsi, les crédits aux entreprises privées ont augmenté de 8,4% après 10,1% au deuxième trimestre, résultat des décélérations de 15,6% à 12,1% pour les facilités de trésorerie et de 7,5% à 3,8% pour les prêts à l'équipement. En revanche, les prêts destinés à la promotion immobilière se sont accrus de 2,1% au lieu de 1,1% un trimestre auparavant.

En ce qui concerne les concours accordés aux entreprises publiques, ils ont connu une hausse de 4,9% après 1,3%, reflétant l'accélération de la progression des prêts à l'équipement de 0,7% à 2,5% et l'atténuation de la diminution des facilités de trésorerie de 14,4% à 1,1%.

S'agissant des crédits aux entrepreneurs individuels, leur taux d'accroissement est passé de 0,7% à 4,4%, recouvrant une accélération du rythme de croissance des facilités de trésorerie de 9,1% à 23,4% et une accentuation de la baisse des prêts à l'équipement de 3,3% à 6,3%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de septembre 2020 indiquent notamment des baisses de 3,1% de l'encours du crédit destiné au secteur « Electricité, gaz et eau » et de 9,3% pour les « Industries chimiques et parachimiques » après des hausses respectives de 6,6% et 3% en juin. Dans le même sens, le rythme de progression des crédits alloués à la branche « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » est revenu de 3,4% à 0,8%. En revanche, les secteurs les plus impactés par la crise de covid-19 ont eu un recours plus important au crédit bancaire. Ainsi, le rythme d'accroissement des crédits à la branche « Hôtels et restaurants » s'est accéléré de 8,5% à 14,9%. Les prêts aux secteurs des « Transports et communication » et du « Bâtiment et travaux publics » ont enregistré des augmentations de 2,1% et 1,5% après des replis de 4,8% et de 3,7% au deuxième trimestre.

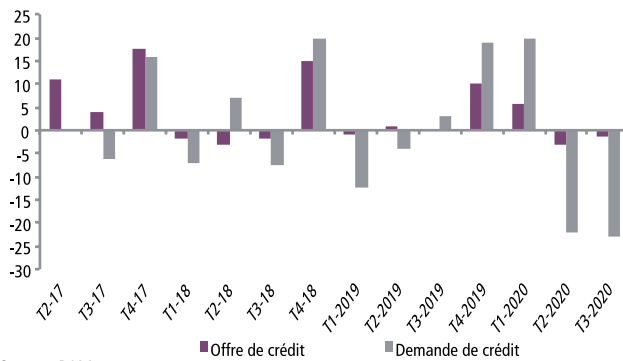
Concernant les prêts aux particuliers, leur progression est revenue de 2,8% à 2,5%, avec une accentuation de 0,1% à 2,4% de la baisse des prêts à la consommation et une légère amélioration de 2,3% à 2,8% de la progression des crédits à l'habitat.

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

Source : BAM

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 13,9% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,3%. Ces créances se sont accrues de 11,9% pour les entreprises non financières privées et de 16,4% pour les ménages.

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



Source : BAM

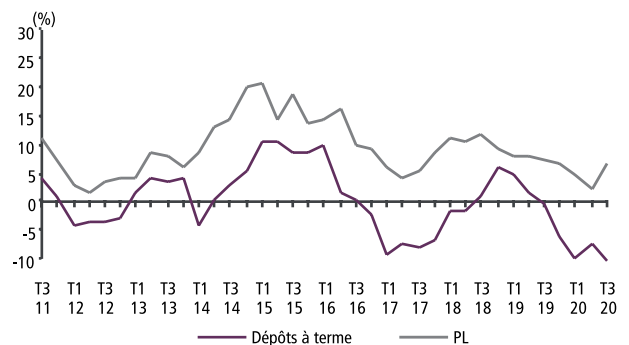
S'agissant des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrus de 2,4% après 2,8% au deuxième trimestre 2020. Cette évolution reflète des décélérations du rythme de progression de 24,7% à 13,5% pour les crédits accordés par les banques offshores et de 2,8% à 1% pour ceux octroyés par les associations de microcrédit. Quant aux prêts accordés par les sociétés de financement, leur rythme s'est stabilisé à 1,8%.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre font ressortir une augmentation annuelle de 4,3% du crédit bancaire. En particulier, les prêts

destinés au secteur non financier ont vu leur taux d'accroissement revenir à 4,9%, traduisant en grande partie la décélération de progression des prêts aux entreprises non financières privées à 6,9%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur progression annuelle est passée de 2,1% en moyenne au deuxième trimestre à 6,4% au troisième trimestre 2020. Cette évolution reflète une hausse de 3,6% après une diminution de 0,9% des bons du Trésor et une accélération de 4,6% à 10,7% du taux d'accroissement des titres des OPCVM obligataires. A l'inverse, les titres des OPCVM actions et diversifiés ont vu leur rythme de croissance revenir de 6,8% à 1,7%.

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



Encadré 3.1 : Elargissement du collatéral éligible au refinancement des banques

Pour atténuer l'impact de la crise covid-19 et favoriser la reprise, Bank Al-Maghrib a actionné l'ensemble de ses instruments dans tous ses domaines d'intervention. Concernant ses opérations de refinancement en particulier, la Banque a assoupli de manière significative ses conditions de refinancement pour les banques conventionnelles et a mis en place des mécanismes spécifiques pour les banques participatives et pour les associations de microcrédit (AMC). En particulier, elle a élargi la liste des actifs éligibles en tant que garantie aux opérations de refinancement des banques. La liste comprend désormais, en plus des titres émis ou garantis par l'Etat et des titres de créances négociables (TCN), les titres de créances émis par les Entreprises et Etablissements Publics (EEP) ou des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) et les effets représentatifs de créances sur l'Etat (en particulier remboursement des crédits TVA) ou sur les EEP. Bank Al-Maghrib a assoupli également les conditions de refinancement des banques dans le cadre du programme de soutien au financement des TPME, mis en place en 2013, en élargissant le refinancement aux crédits de fonctionnement en sus des crédits d'investissement.

De même, Bank Al-Maghrib a élargi la liste des actifs éligibles aux opérations de politique monétaire aux effets représentatifs de créances sur les AMC et aux effets représentatifs de «Wakala Bil Istitmar» conclues avec des banques participatives pour favoriser leurs refinancements.

Ces mesures ont permis de tripler le potentiel de refinancement des banques qui est passé ainsi de 150 milliards à 450 milliards de dirhams, soit près de 42% du PIB. Ainsi, et en dépit de la satisfaction par la Banque à la totalité de la demande qui s'est traduite par une hausse des interventions de BAM sur le marché monétaire de 72 milliards de dirhams au 29 février à 103,3 milliards au 20 novembre, la marge de hausse des injections de liquidités reste importante. Cette action associée à l'allongement de la durée des interventions a permis de garantir la stabilité sur le marché monétaire avec un alignement du taux interbancaire au taux directeur.

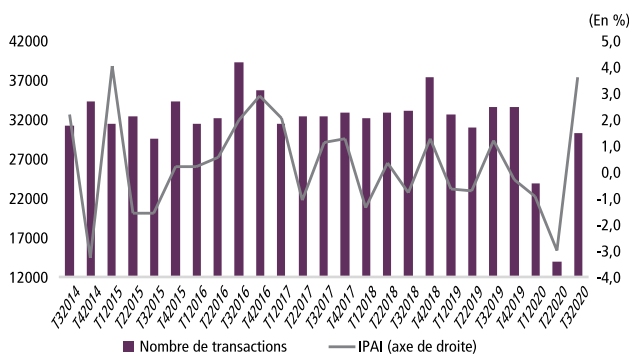
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au troisième trimestre de 2020, l'indice des prix des actifs immobiliers a progressé de 3,6% d'un trimestre à l'autre. Cette évolution traduit les hausses de 3,6%, tant des prix du résidentiel que de ceux des terrains, et de 5,1% des biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, et après des baisses de 41,4% au T2-2020 et de 29% au T1-2020, il a enregistré une hausse de 117,6%, revenant ainsi à des niveaux proches de ceux d'avant crise. Cette progression a concerné l'ensemble des catégories.

Dans les principales villes, hormis à El Jadida où les prix ont baissé de 0,5%, la hausse des prix a varié de 0,9% à Marrakech à 12% à Rabat. De même, le nombre de transactions a affiché des progressions importantes allant de 59% à Tanger à 228,4% à Rabat.

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



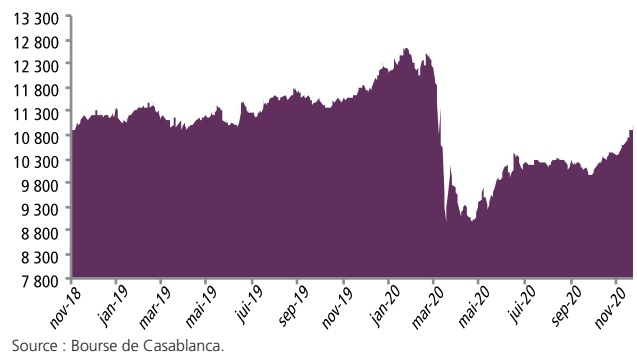
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

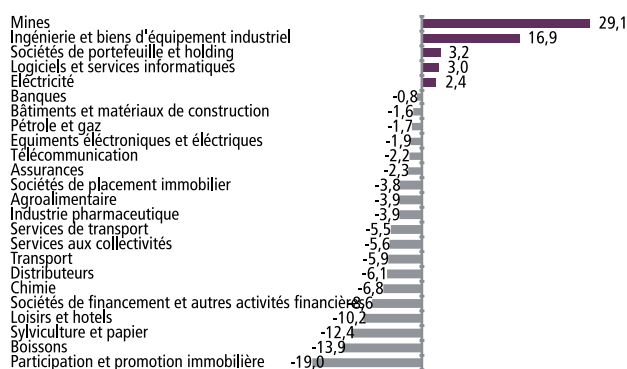
3.2.2.1 Actions

Au cours du troisième trimestre 2020, le MASI a enregistré une baisse de 1,8%, portant sa contreperformance annuelle à 17,9%. Cette évolution trimestrielle résulte notamment des diminutions des indices sectoriels des « télécommunications » de 2,2% et de l'« agroalimentaire » de 3,9%. En revanche, les indices des secteurs des « logiciels et services informatiques » et de l'« électricité » ont affiché des hausses respectives de 3% et de 2,4%.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



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



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des transactions, il est revenu à 4,7 milliards de dirhams, après 12,8 milliards de dirhams au deuxième trimestre. Par compartiment, le chiffre d'affaires est revenu de 8,6 milliards à 3,2 milliards sur le marché central action et de 3 milliards à 302,3 millions sur le marché de blocs.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a enregistré une baisse de 1,1% d'un trimestre à l'autre, s'établissant à 517,9 milliards de dirhams.

Les données à fin novembre² indiquent une nette atténuation de la contreperformance annuelle du MASI à 9,5%. Cette dernière inclut notamment une baisse de 16,5% de l'indice du secteur bancaire, de 42,5% pour celui de la « participation et promotion immobilières », de 12,3% pour celui du « bâtiment et matériaux de Construction » et de 35,2% pour celui des « loisirs et hôtels ». Concernant le volume global des échanges, il s'est établi à 3,6 milliards en octobre et à 1,5 milliard en novembre, après une moyenne mensuelle de 3,7 milliards durant les neuf premiers mois de l'année. La capitalisation boursière s'est chiffrée à 568,2 milliards à fin novembre, en baisse de 9,3% depuis le début de l'année.

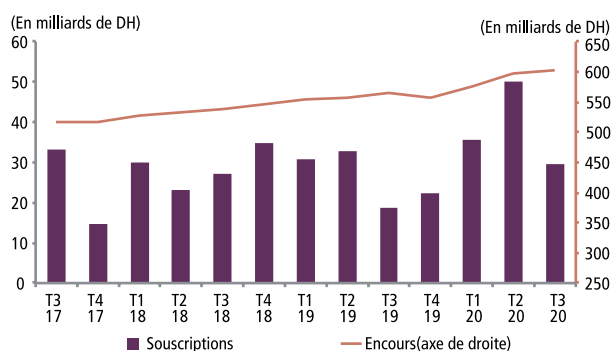
² Données arrêtées au 24 novembre 2020.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont établies à 29,6 milliards de dirhams au troisième trimestre, en baisse trimestrielle de 40,8%. Elles ont porté à hauteur de 50% sur des maturités courtes et de 40% sur celles moyennes.

En octobre, les levées du Trésor se sont chiffrées à 3,6 milliards de dirhams dont 62,7% à maturités courtes et 37,3% à maturités moyennes. Tenant compte des remboursements d'un montant de 3,8 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est élevé à 601,8 milliards, en hausse de 8% par rapport à fin décembre.

Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor

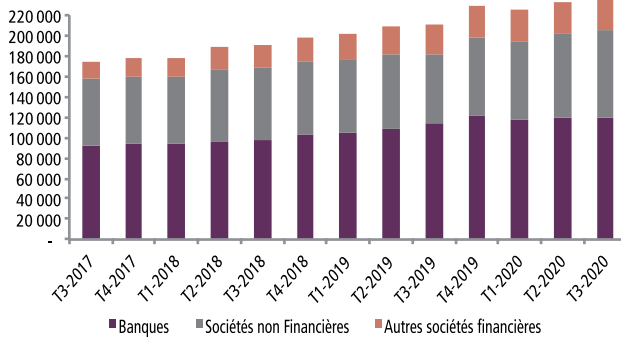


Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont progressé de 6% à 23,1 milliards de dirhams au troisième trimestre 2020. Les levées des banques ont totalisé 8,1 milliards après 13 milliards et celles des entreprises non financières se sont élevées à 11,7 milliards contre 6,8 milliards au premier trimestre.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le troisième trimestre de l'année, les souscriptions aux titres des OPCVM ont augmenté, d'un trimestre à l'autre, de 12% à 229,6 milliards et les rachats de 21,2% à 233,7 milliards, soit une décollecte nette de 4,1 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la hausse pour l'ensemble des fonds, avec des taux variant entre 0,2% pour les fonds « diversifiés » et 0,5% pour ceux « obligations à court terme ».

Les données du mois d'octobre indiquent une hausse, depuis le début de l'année, de l'actif net des OPCVM de 6,4% à 500,6 milliards de dirhams. Cette progression reflète notamment des augmentations de 9% pour les fonds « obligataires à moyen et long termes » et de 6,9% pour les « monétaires », alors que l'actif net des fonds « actions » a diminué de 8,3%.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des onze premiers mois de 2020 fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 59,2 milliards, contre 45 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 8,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie Covid-19. Cette évolution s'explique principalement par la baisse de 6,3% à 217,2 milliards des recettes ordinaires, impactées par la contraction de 7,6% des rentrées fiscales, alors que celles non fiscales ont connu une amélioration de 9,1%. Parallèlement, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 3,5%, traduisant essentiellement des augmentations de 5,5% de la masse salariale et de 8,2% des dépenses des autres biens et services, la charge de compensation ayant été en baisse de 5,1%. Le solde ordinaire, hors privatisation, est ressorti ainsi déficitaire à 14,4 milliards, au lieu d'un excédent de 8 milliards un an auparavant. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont diminué de 4,1% à 55,5 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 287,1 milliards, en alourdissement de 1,9%.

Tenant compte de la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 1,4 milliard, le déficit de caisse du Trésor, hors privatisation, s'est établi à 60,6 milliards, contre 53,3 milliards à fin novembre 2019. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 47,2 milliards et par des financements extérieurs nets de 13,4 milliards. L'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 9,6% par rapport à son niveau à fin décembre 2019. Quant aux conditions de financement du Trésor, elles restent favorables avec une baisse des taux moyens pondérés des titres émis par adjudication.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des onze premiers mois de 2020, les recettes ordinaires hors privatisation ont été en baisse de 6,3% à 217,2 milliards, comparativement à la même période en 2019. Cette évolution recouvre une diminution de 7,6% à 194,9 milliards des rentrées fiscales, réalisées à hauteur de 94% par rapport à la loi de finances rectificative, et une augmentation de 9,1% à 19,5 milliards de celles non fiscales. Le repli du produit fiscal s'explique par la régression de tous les impôts et taxes, à l'exception de l'IS et de la contribution de solidarité sur les bénéfiques.

Les recettes des impôts directs ont diminué de 2,9% à 78,8 milliards, en liaison essentiellement avec la baisse de 4,8% à 36,6 milliards du produit de l'IR, avec notamment une progression de 1,5% à 8,2 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses du Personnel et un repli de 28,6% à 2,2 milliards de l'IR sur les profits immobiliers. En revanche, les recettes de l'IS, basées essentiellement sur les résultats de 2019, ont augmenté de 0,6% à 38,8 milliards et la

contribution de solidarité sur les bénéfiques a affiché un accroissement de 6,1% à 2,1 milliards.

De leur côté, les impôts indirects ont été en baisse de 9,8% à 96 milliards de dirhams, résultat principalement des replis de 9,5% à 71,8 milliards des rentrées de la TVA et de 10,9% à 24,2 milliards de celles de la TIC. Ces deux dernières taxes ont été impactées par le recul de l'activité et par la baisse des cours des produits pétroliers importés. Ainsi, l'évolution des recettes de la TVA fait état de diminutions de 14% à 43,9 milliards de la TVA à l'importation et de 1,2% à 27,9 milliards de celle à l'intérieur et ce, tenant compte de remboursements à hauteur de 9,2 milliards contre 9,4 milliards un an auparavant.

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

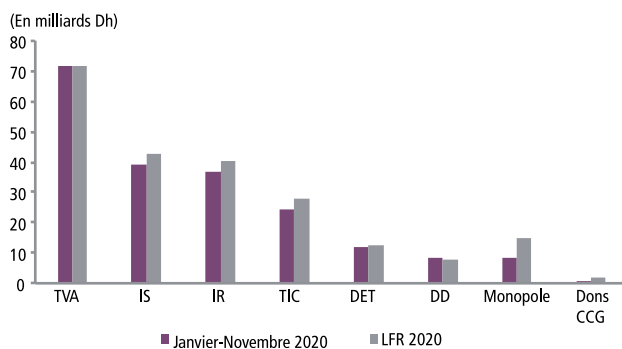
	Janv.- nov. 2019	Janv.- nov. 2020	Var en %	LFR 2020	Réalisation par rapport à la LFR (%)
Recettes ordinaires	231,8	217,2	-6,3	244,0	89,0
Recettes fiscales	210,9	194,9	-7,6	207,3	94,0
- Impôts directs	81,2	78,8	-2,9	87,5	90,1
Dont I.S	38,6	38,8	0,6	42,9	90,5
I.R	38,4	36,6	-4,8	40,0	91,3
- Impôts indirects	106,4	96,0	-9,8	99,2	96,8
TVA*	79,3	71,8	-9,5	71,6	100,3
TIC	27,2	24,2	-10,9	27,6	87,7
- Droits de douane	8,8	8,4	-4,0	7,9	106,5
- Enregistrement & timbre	14,5	11,7	-19,6	12,7	92,2
Recettes non fiscales	17,9	19,5	9,1	33,7	58,0
- Monopoles et participations	9,1	8,5	-6,9	14,7	57,8
- Autres recettes	8,8	11,0	25,7	19,0	58,2
dont Dons CCG	1,2	0,1	-89,7	1,8	6,7
Recettes des CST	3,0	2,8	-7,8	3,0	91,9

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

Quant aux recettes des TIC, leur baisse résulte principalement des replis de 16,1% à 12,8 milliards pour les produits énergétiques et de 4,4% à 9,8 milliards pour les tabacs.

De même, les recettes des droits de douane et d'enregistrement et de timbre ont diminué de 4% à 8,4 milliards et de 19,6% à 11,7 milliards respectivement.

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



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 hors privatisation ont progressé de 9,1%, portées par l'augmentation des fonds de concours, qui sont passés de 699 millions à 5,3 milliards de dirhams à fin novembre 2020. Au contraire, les recettes des monopoles et participations ont connu une baisse de 6,9% à 8,5 milliards, dont 3,6 milliards proviennent de l'OCP, 1,3 milliard de l'ANCFCC, 1,1 milliard de BAM, et 911 millions de Maroc Télécom. Pour ce qui est des dons des pays du CCG, ils se sont stabilisés à 121 millions de dirhams depuis le mois de mai, au lieu de 1,2 milliard encaissé à fin novembre 2019.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales du Trésor se sont accrues de 1,9% à 287,1 milliards, recouvrant un alourdissement de 3,5% à 231,6 milliards des dépenses ordinaires et une régression de 4,1% à 55,5 milliards des dépenses d'investissement. Les dépenses de biens et services ont augmenté de 6,3% à 171 milliards, reflétant des hausses de 5,5% à 121,4 milliards de la masse salariale et de 8,2% à 49,6 milliards des dépenses des autres biens et services. Ces dernières incorporent des versements aux établissements et entreprises publics d'un montant de 24 milliards, en hausse de 10,1%, et de 7,6 milliards au profit des comptes spéciaux du Trésor, contre 3,5 milliards un an auparavant. Concernant les dépenses de personnel, elles tiennent compte d'une augmentation de 6% de sa composante structurelle et une baisse de 37% des rappels à 2,8 milliards pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

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

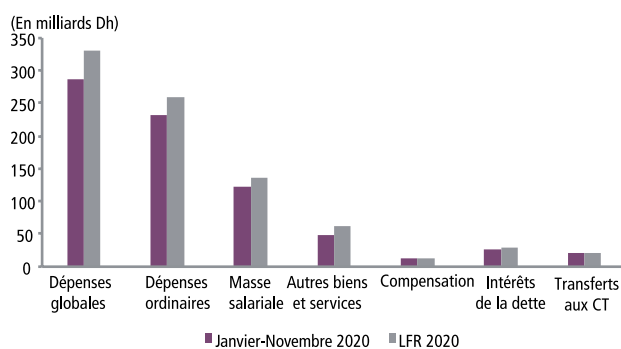
	Janv.- nov. 2019	Janv.- nov. 2020	Var. en %	LFR 2020	Exécution par rapport à la LFR (%)
Dépenses globales	281,7	287,1	1,9	329,8	87,1
Dépenses ordinaires	223,8	231,6	3,5	259,0	89,4
Biens et services	160,9	171,0	6,3	197,3	86,7
Personnel**	115,1	121,4	5,5	135,9	89,3
Autres biens et services	45,8	49,6	8,2	61,4	80,8
Intérêts de la dette	25,5	26,2	2,7	28,3	92,5
Compensation	13,6	12,9	-5,1	11,9	108,5
Transferts aux CT	23,8	21,5	-9,5	21,5	100,3
Investissement	57,9	55,5	-4,1	70,8	78,4

* 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.

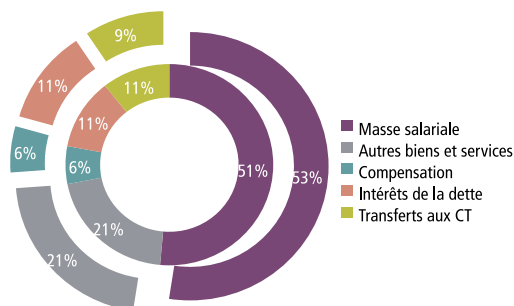
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances rectificative



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

En outre, les charges en intérêts de la dette ressortent en hausse de 2,7% à 26,2 milliards, recouvrant des augmentations de 1,3% à 22,5 milliards des intérêts sur la dette intérieure et de 11,6% à 3,7 milliards de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



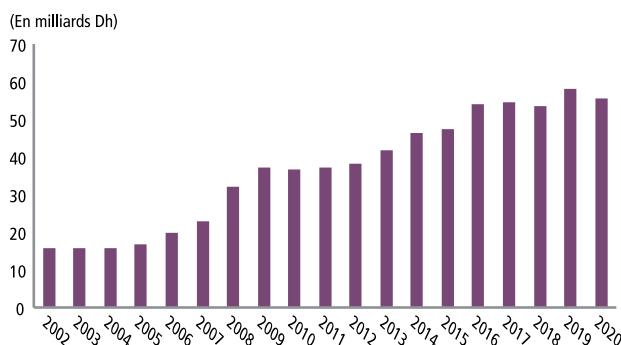
Anneau intérieur : Janvier-Novembre 2019
Anneau extérieur : Janvier-Novembre 2020

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

Pour ce qui est de la charge de compensation, elle s'est allégée de 5,1% à 12,9 milliards à fin novembre 2020, soient à un taux d'exécution de 108,5% par rapport à la loi de finances rectificative. Selon les données disponibles de la Caisse de Compensation (CC), le cours moyen du gaz butane a reculé de 12,8% à 366 dollars la tonne en moyenne au cours des onze premiers mois de l'année 2020, et celui du sucre a progressé de 3,8% à 304,1 dollars la tonne. Les charges de compensation se sont repliées à fin octobre de 7% à 7,2 milliards pour le gaz butane et de 6,5% à 2,7 milliards pour le sucre.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont régressé de 4,1% à 55,5 milliards, soit un taux d'exécution de 78,4% par rapport à la loi de finances rectificative, traduisant essentiellement la baisse des dépenses des Ministères. Le flux mensuel de novembre ressort en hausse de 26% par rapport au flux mensuel moyen de la période allant de juin à octobre et en progression de 19% comparativement au flux de novembre 2019.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin novembre



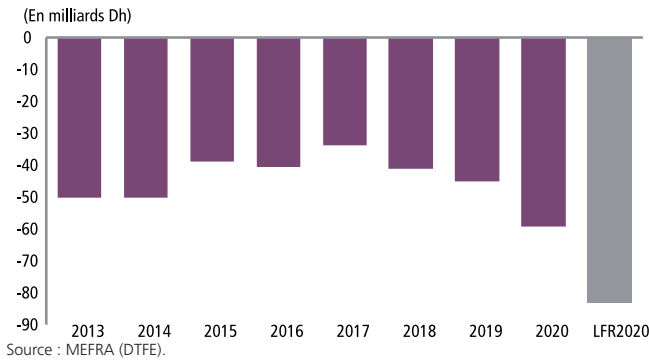
Source : MEFRA (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu des évolutions des recettes, des dépenses et des comptes spéciaux du Trésor, le déficit budgétaire, hors privatisation, est ressorti en creusement de 14,2 milliards à 59,2 milliards de dirhams à fin novembre 2020 et ce, tenant compte du solde positif de 8,3 milliards du Fonds spécial de gestion de la pandémie Covid-19. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance de 1,4 milliard, portant ainsi le

déficit de caisse à 60,6 milliards, contre 53,3 milliards une année auparavant.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin novembre



Le besoin de financement a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 47,2 milliards et par des financements extérieurs nets de 13,4 milliards. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 32,4 milliards, dont 10,8 milliards levés sur le marché financier international, 10,2 milliards tirés auprès de la Banque mondiale, 3,9 milliards du FMA et 3,4 milliards de la BAD. En décembre, le Trésor a réalisé une nouvelle émission de 3 milliards de dollars.

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

	Janv.-nov. 2019	Janv.-nov. 2020	LFR 2020
Solde ordinaire	8,0	-14,4	-15,0
Solde des CST	4,9	10,7	3,0
Fonds Covid-19	0,0	8,3	0,0
Solde primaire	-19,5	-33,0	-54,5
Solde budgétaire	-45,0	-59,2	-82,8
Variation des opérations en instance	-8,3	-1,4	
Besoin de financement	-53,3	-60,6	-82,8
Financement intérieur	35,2	47,2	39,2
Financement extérieur	13,7	13,4	43,6
Privatisation	0,0	0,0	0,0

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT).

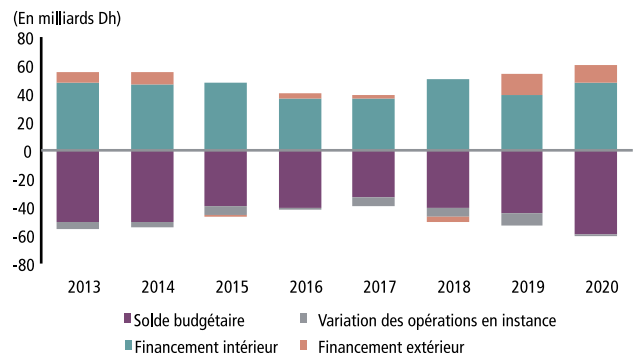
** Les charges sociales au titre de la part patronale, classées auparavant au niveau des dépenses des autres biens et services, ont été inscrites au niveau des dépenses du personnel.

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

Pour ce qui est du financement intérieur, les levées du Trésor sur le marché des adjudications se sont élevées à

58,4 milliards, au lieu de 21,2 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes les plus importantes ont porté notamment sur les bons à 52 semaines à hauteur de 16,4 milliards, les bons à 5 ans pour 12,9 milliards, les bons à 26 semaines pour 11,6 milliards, les bons à 30 ans pour 9,5 milliards et à 20 ans à hauteur de 6,2 milliards. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné les bons à 2 ans, à 15 ans et à 10 ans pour des montants respectifs de 22,3 milliards, 7,1 milliards et 6,5 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin novembre*



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

Source : MEFRA (DTFE).

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles sont demeurées favorables pour les onze premiers mois de 2020, comme en témoigne la baisse des taux moyens pondérés (TMP) de toutes les maturités par rapport à la même période en 2019. Les taux ont ainsi baissé notamment de 107 pdb à 2,35% pour les maturités à 15 ans, de 104 pdb à 2,66% pour les bons à 20 ans et de 97 pdb à 2,02% pour ceux à 10 ans. De même, des replis ont été enregistrés pour les maturités de 26 semaines avec 74 pdb à 1,49%, pour celles de 5 ans avec 67 pdb à 1,95% et pour celles de 13 semaines avec 60 pdb à 1,59%.

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

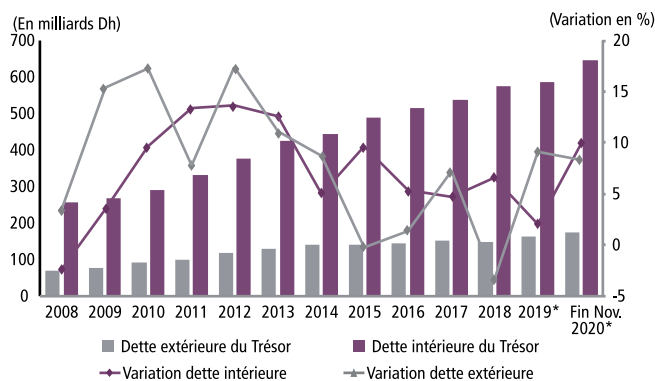
	2015	2016	2017	2018	2019	Fin nov. 2020*
Dettes extérieure du Trésor	140,8	142,8	153,2	148,0	161,5	174,9
Var en %	-0,2	1,4	7,3	-3,4	9,1	8,3
Dettes intérieure du Trésor	488,4	514,7	539,1	574,6	586,5	645,0
Var en %	9,6	5,4	4,8	6,6	2,1	10,0
Encours de la dette directe	629,2	657,5	692,3	722,6	748,0	820,0
Var en %	7,3	4,5	5,3	4,4	3,5	9,6

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

Source : MEFRA (DTFE).

Dans ces conditions, les estimations basées sur les flux de financement font ressortir une progression de 9,6% de la dette publique directe par rapport à son niveau à fin décembre 2019, avec une augmentation de 10% de la composante intérieure et de 8,3% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : MEFRA (DTFE),

* Estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données relatives aux comptes de la nation du deuxième trimestre mettent en évidence l'ampleur du double choc économique engendré par la pandémie du Covid-19 et les conditions climatiques défavorables. Elles indiquent une contraction de l'économie nationale de 14,9%, contre une croissance de 2,4% un an auparavant, avec des reculs de 15,5%, au lieu d'un accroissement de 3,7%, de la valeur ajoutée des activités non agricoles et de 6,9%, après une baisse de 6%, de celle agricole.

A la faveur notamment du déconfinement progressif et la relative amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc, l'activité se serait redressée graduellement au troisième trimestre dans plusieurs secteurs à des degrés toutefois différenciés. Au quatrième trimestre, cette reprise aurait été ralentie par la recrudescence de l'épidémie et la remise en place de restrictions locales et sectorielles. Ainsi, l'activité se serait repliée dans les secteurs non agricoles de 5,9% en moyenne au second semestre, contre une hausse de 3,5%, et de 4,7%, après un recul de 5,7%, dans l'agriculture. Au total, le PIB aurait régressé de 5,8% en moyenne au deuxième semestre après une augmentation de 2,4%.

Pour ce qui est de la demande, la consommation des ménages aurait poursuivi sa baisse, quoi qu'en atténuation par rapport au premier semestre, suite à la levée du confinement strict. L'investissement aurait pour sa part maintenu sa tendance baissière dans un contexte marqué par un niveau élevé d'incertitude et une baisse de l'investissement du Trésor. En revanche, la demande extérieure aurait contribué positivement à la croissance, résultat de l'affaissement de la demande étrangère et de la contraction des achats des différents produits importés.

Cette contreperformance s'est reflétée sur la situation du marché du travail qui a accusé une perte nette de 581 mille emplois au troisième trimestre par rapport au même trimestre de 2019, résultat d'une diminution de 260 mille dans les services, de 258 mille dans l'agriculture et de 61 mille dans l'industrie y compris l'artisanat, ainsi que d'une création de mille postes dans le BTP. En outre, le volume horaire de travail hebdomadaire a reculé de 14,6% ou l'équivalent de 1,46 million d'emplois à temps plein. Tenant compte d'une sortie nette de 214 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage s'est aggravé de 9,4% à 12,7% globalement, de 12,7% à 16,5% dans les villes et de 4,5% à 6,8% dans les campagnes.

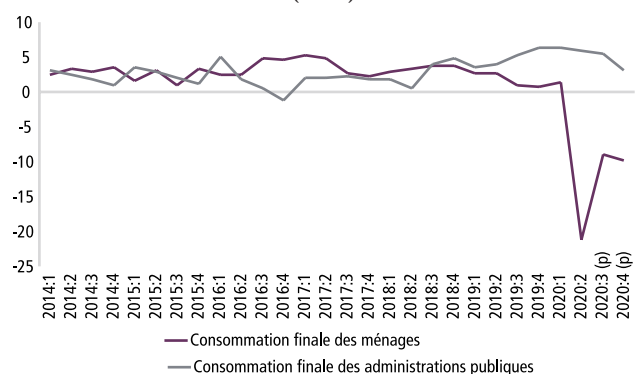
5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Au deuxième trimestre de 2020, les données des comptes nationaux font ressortir une contraction de 21,2% de la consommation des ménages au lieu d'une progression de 2,6% au même trimestre de l'année précédente.

Au second semestre de l'année en cours, et tenant compte de la levée du confinement strict de la population et de la hausse des transferts des MRE, le rythme de baisse de la consommation des ménages se serait atténué par rapport au premier semestre, se situant autour de 9,4% en moyenne.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour ce qui est de la consommation finale des administrations publiques, son rythme de progression

s'est accentué à 5,8% au deuxième trimestre au lieu de 4% à la même période une année auparavant, portant ainsi sa contribution à la croissance à 1,1 point de pourcentage contre 0,8 point à la même période une année auparavant.

Au cours des deux derniers trimestres de l'année, elle se serait inscrite en ralentissement, avec un rythme revenant de 5,9% en moyenne sur le deuxième semestre de l'année précédente, à 4,3% en liaison essentiellement avec le repli des transferts aux collectivités territoriales et de la charge de compensation.

5.1.2 Investissement

Après avoir progressé de 2,8% au second trimestre de 2019, l'investissement a chuté de 10,2% au même trimestre de 2020. Ce reflux se serait poursuivi au cours de la seconde moitié de l'année, avec une contraction de 9,2% en moyenne dans un contexte marqué d'une part, par la persistance du climat d'incertitude et d'autres parts, par le repli des investissements du Trésor. Cette évolution est corroborée également par les données disponibles des échanges extérieurs qui attestent du maintien du repli des importations de biens d'équipement.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre, les exportations nettes de biens et services en volume ont dégagé une contribution négative à la croissance à hauteur de 0,6 point de pourcentage après -0,8 à la même période une année auparavant. En effet, les importations en volume de biens et services ont reculé de 25,7% au lieu d'une hausse de 4% au même trimestre de 2019, tandis que les exportations en volume ont diminué d'une façon plus marquée, avec un taux de 32,9% après un accroissement de 3%.

En termes de perspectives, la hausse des ventes du secteur automobile et le maintien des expéditions du phosphate laissent envisager une atténuation de la

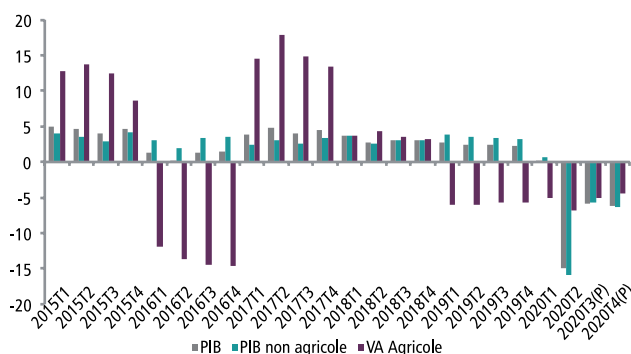
baisse des exportations de biens et services en volume pour s'établir à 14,9% en moyenne au cours du second semestre de 2020. Parallèlement, les importations auraient connu un repli de 15,6% suite notamment au recul de 41,6% des importations des produits énergétiques et de 14,4% des biens d'équipement.

5.3 Offre globale

Pâtissant du confinement strict de la population, l'activité a connu au deuxième trimestre 2020 une forte contraction de 14,9%, après une hausse de 2,4% un auparavant, avec un repli de 15,5%, contre un accroissement de 3,7%, dans les secteurs non agricoles et une nouvelle baisse de 6,9%, après 6%, dans l'agriculture.

Au troisième trimestre, l'activité se serait redressée dans plusieurs secteurs d'activités à des degrés toutefois différenciés, reflétant notamment le déconfinement graduel et la relative amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc. Cependant, cette reprise devrait ralentir au quatrième trimestre avec la recrudescence de l'épidémie et le durcissement des restrictions. Ainsi, le PIB aurait diminué au second semestre de 5,8% au lieu d'une progression de 2,4% un an auparavant. La valeur ajoutée des activités non agricoles aurait reculé de 5,9% contre une progression de 3,5%, tandis que la valeur ajoutée agricole aurait de nouveau baissé de 4,7% après 5,7%.

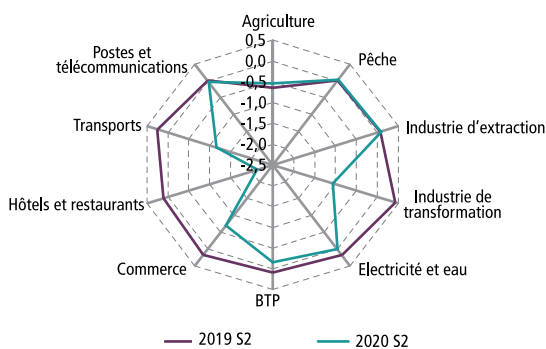
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Par secteur d'activité, les industries extractives resteraient résilientes au second semestre, avec un accroissement de leur valeur ajoutée de 3,7% après 2,6% un an auparavant. De même, et sous l'effet de l'amélioration de la demande d'électricité suite à la reprise de l'activité dans plusieurs secteurs économiques principalement au troisième trimestre, la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau » aurait quasiment stagné. En revanche, la baisse de l'activité aurait avoisiné 7% dans les industries de transformation et 3% dans le BTP, après des progressions respectives de 2,7%, et de 1,8% une année auparavant. Dans ces conditions, le secteur secondaire aurait régressé en moyenne de 4,4% après une amélioration de 2,9%.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant des activités tertiaires, elles auraient enregistré un recul de 6,9% en moyenne au second semestre après une amélioration de 3,9% à la même période de l'année précédente. Par branche, la valeur ajoutée aurait chuté de 77,5% au lieu d'un accroissement de 3,8%, pour la branche « hôtels et restaurants », et de 27,5%, après une progression de 6,6% pour les services de transport, traduisant les perturbations du trafic notamment aérien, routier et ferroviaire de voyageurs. Le recul serait de 8,8% dans le « commerce » et de 2,1% pour les « postes et télécommunications » contre des hausses respectives de 2% et 0,1%.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le troisième trimestre 2020 et la même période de 2019, la situation sur le marché du travail a été marquée par une régression de 1,8% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 11,6 millions de personnes. Cette évolution recouvre un repli de 5,3% en milieu rural et une légère augmentation de 0,5% dans les villes. Tenant compte d'une progression de la population en âge d'activité, le taux d'activité est revenu de 44,9% à 43,5% globalement, de 41,7% à 41% en milieu urbain et de 50,8% à 48% dans les campagnes.

En parallèle, l'économie a connu au cours de la même période une perte de 581 mille postes, contre une création de 143 mille un an auparavant, ramenant ainsi la population active occupée à près de 10,2 millions de personnes, en recul de 5,4%. A l'exception du BTP qui a connu une création de mille postes, les pertes d'emploi ont concerné l'ensemble des autres secteurs et ont été estimées à 260 mille dans les services, à 258 mille dans l'agriculture et à 61 mille dans l'industrie y compris l'artisanat.

En outre, le nombre total d'heures travaillées par semaine a chuté de 479 millions heures à 409 millions, soit une baisse de 14,6% ou l'équivalent de 1,46 million d'emplois à temps plein. Par secteur, la diminution a été de 15,9% dans le BTP, de 15% dans les services, de 14,6% dans l'industrie y compris l'artisanat et de 13,2% dans l'agriculture.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a enregistré un rebond de 33% à près de 1,5 million de personnes, et le taux de chômage s'est nettement aggravé, passant de 9,4% à 12,7% au niveau national, de 12,7% à 16,5% dans les villes et de 4,5% à 6,8% dans les campagnes. Pour

les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est accru globalement de 5,6 points à 32,3% et pour les citadins de 6,8 points à 46,7%.

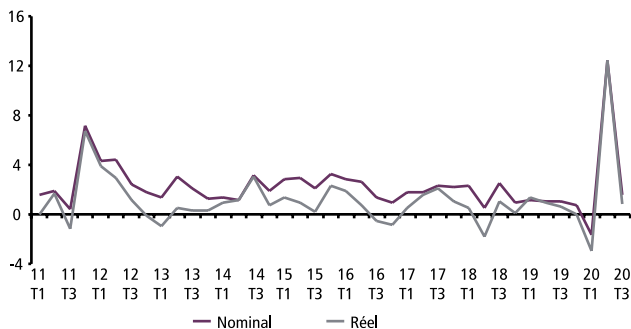
Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est passé de 9,1% à 11,6% au niveau national, de 7,8% à 10,5% en milieu urbain et de 10,8% à 13,3% en zones rurales.

5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail aurait accusé une nouvelle baisse de 1,2% au troisième trimestre 2020 après celle de 1,3% le même trimestre un an auparavant. Cette évolution traduit des replis de 5,5% de la valeur ajoutée et de 4,3% des effectifs employés après des progressions respectives de 3,5% et de 4,9%.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré une hausse de 1,6% en termes nominaux au troisième trimestre, après 1,1% à la même période une année auparavant et de 0,9% en termes réels au lieu de 0,7%.

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



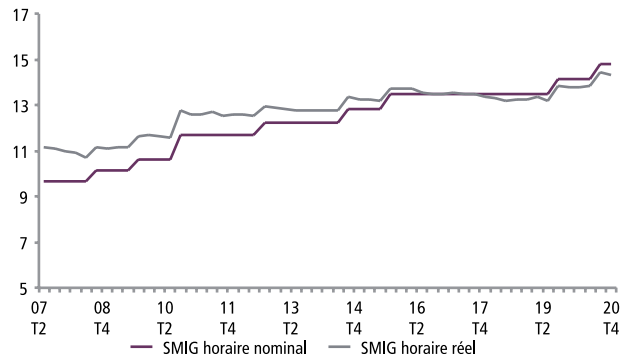
Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 14,81 dirhams au troisième trimestre 2020, en augmentation de 5% en glissement annuel. Tenant

¹La 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.

compte d'une hausse de 0,7% de l'indice des prix à la consommation, il aurait affiché un accroissement en termes réels de 4,1% et devrait augmenter de 4% au quatrième trimestre.

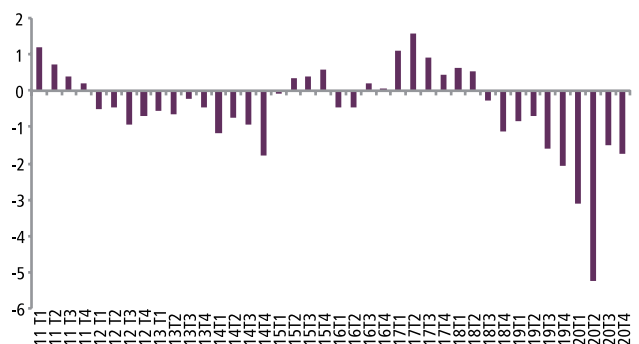
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait s'atténuer au troisième trimestre avant de se creuser davantage au quatrième trimestre.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T3 2019	T3 2020
Taux d'activité (en %)	44,9	43,5
Urbain	41,7	41
Rural	50,8	48
Taux de chômage (en %)	9,4	12,7
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	26,7	32,3
Urbain	12,7	16,5
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	39,9	46,7
Rural	4,5	6,8
Créations d'emplois (en milliers)	143	-581
Urbain	261	-237
Rural	-118	-344
Secteurs		
- Agriculture	-204	-258
- Industrie y compris l'artisanat	-26	-61
- BTP	37	1
- Services	336	-260
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	-1,3	-1,2
Indice des salaires moyens (variation en %)		
nominal	1,1	1,6
réel	0,7	0,9

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec la prévision établie dans le précédent RPM, l'inflation s'est accélérée au troisième trimestre 2020 quoiqu'à un rythme plus rapide que prévu. En effet, après une stagnation du niveau général des prix au deuxième trimestre, l'inflation est passée à 0,7% au troisième trimestre avant d'atteindre 1,3% en octobre. Son accélération est attribuable largement à l'effet des chocs d'offre qui ont concerné certains produits alimentaires à prix volatils et se sont traduits par leur renchérissement de 7,8% en octobre au lieu de 1,4% au troisième trimestre. Elle est également liée à la hausse de quelques tarifs réglementés, en particulier ceux du transport routier des passagers et de certains services médicaux portant l'évolution de l'ensemble de ces tarifs à 1,9% après 1,5%. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur recul s'accroître, revenant de 13,4% à 16% consécutivement au repli des cours internationaux des produits pétroliers. Quant à l'inflation sous-jacente, elle s'est sensiblement affaiblie pour s'établir à 0,2% en octobre au lieu de 0,5% en moyenne entre juillet et septembre, dans un contexte marqué par une atonie de la demande.

Au quatrième trimestre 2020, l'inflation devrait connaître une légère accélération par rapport au troisième trimestre tout en restant faible. Elle se situerait autour de 0,9% et sa composante sous-jacente ressortirait à près de 0,3%.

6.1 Evolution de l'inflation

Rythmée par la dynamique des prix des produits alimentaires à prix volatils, l'inflation s'est accélérée au troisième trimestre pour s'établir à 0,7% avant d'atteindre 1,3% en octobre. L'augmentation des tarifs de certains produits réglementés, en dépit de l'absence de décisions réglementaires sous-jacentes, a contribué également, mais dans une moindre mesure, à ce mouvement haussier de l'inflation.

L'effet de ces évolutions a été atténué par l'accentuation du repli des prix des carburants et lubrifiants et la poursuite du ralentissement de l'inflation sous-jacente revenue à 0,2% après 0,5% en moyenne au troisième trimestre.

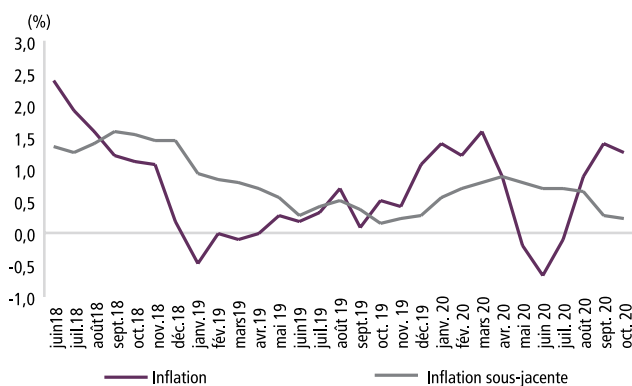
6.1.1 Prix des produits exclus de l'inflation sous-jacente

En lien avec la relative persistance des chocs d'offre, les produits alimentaires à prix volatils se sont renchérissés de 7,8% en octobre après 1,4% en moyenne au troisième trimestre. L'augmentation des prix a concerné essentiellement les volaille et lapin avec 9,4% contre une baisse de 12,1%, les légumes frais avec 5,7%

au lieu d'un repli de 0,3%. En revanche, le taux d'accroissement des prix des agrumes s'est atténué à 72,7% au lieu de 112,2% en moyenne au cours du troisième trimestre.

En termes de contribution à l'inflation, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont participé à hauteur de 0,9 point de pourcentage à l'inflation en octobre contre une contribution moyenne de 0,2 point au troisième trimestre.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

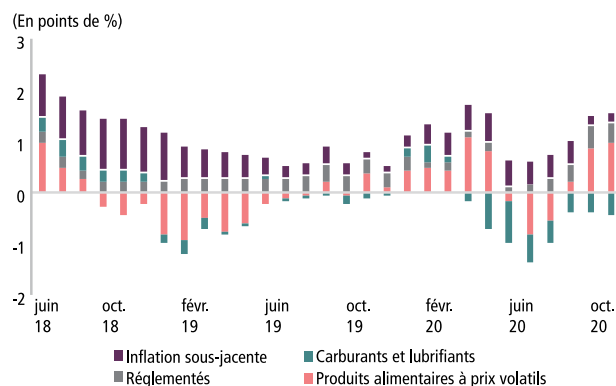
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	août 20	sept. 20	oct. 20	août 20	sept. 20	oct. 20
Inflation	1,4	0,3	0,1	0,9	1,4	1,3
- Produits alimentaires à prix volatils	8,5	2,6	1,7	1,7	7,3	7,8
- Produits réglementés	0,3	0,4	0,1	1,5	1,9	1,9
- Carburants et lubrifiants	0,4	-1,0	-1,4	-13,5	-12,9	-16,0
Inflation sous-jacente	0,2	-0,1	-0,1	0,6	0,3	0,2
- Produits alimentaires	0,5	-0,6	-0,3	0,1	-0,3	-0,5
- Articles d'habillement et chaussures	-0,2	0,3	0,3	0,0	-0,3	-0,6
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,0	0,0	0,2	1,1	1,1	1,3
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5
- Santé ¹	0,0	0,2	0,0	0,0	0,3	0,6
- Transport ²	0,5	-0,4	-0,5	0,9	0,6	0,4
- Communication	0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,1
- Loisirs et cultures ¹	-0,1	0,1	0,0	-1,6	-1,6	-1,7
- Enseignement	0,0	1,5	0,3	3,1	1,5	1,8
- Restaurants et hôtels	0,1	0,1	0,2	0,6	0,6	0,8
- Biens et services divers ¹	0,2	-0,1	0,0	1,4	1,3	1,3

1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

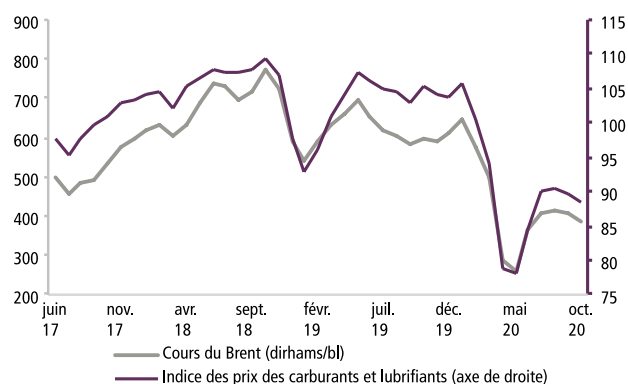
S'agissant des tarifs des produits réglementés, ils ont de nouveau augmenté de 1,9% en octobre après 1,5% au troisième trimestre. Leur évolution est imputable en grande partie à la poursuite du relèvement des tarifs

du transport routier de passagers avec une hausse cumulée de 13,2% en octobre après celle de 9,7% au troisième trimestre et ce en réponse à la réduction de leur capacité d'accueil imposée par les restrictions sanitaires mises en place.

Au total, ces tarifs ont participé à hauteur de 0,4 point de pourcentage à la hausse de l'inflation au lieu de 0,3 point au troisième trimestre.

Quant aux prix des carburants et lubrifiants, leur repli s'est accentué en octobre pour s'établir à 16% après celui de 13,4% au trimestre précédent en lien avec l'appréciation de 1,45% de la monnaie nationale vis-à-vis du dollar et le repli des cours internationaux des produits pétroliers. Le cours du Brent, en particulier, a reculé à 40,5\$/bl en octobre après 42,7\$/bl en moyenne au troisième trimestre.

Au total, l'évolution des prix de ces produits continue de contribuer négativement à l'inflation à hauteur de -0,5 point de pourcentage en octobre au lieu de -0,4 point en moyenne lors du trimestre précédent.

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

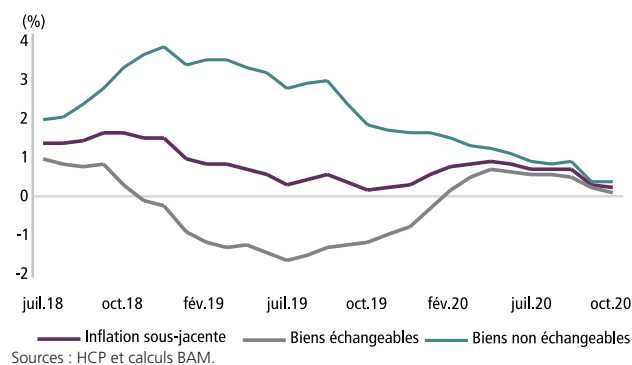
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2 Inflation sous-jacente

L'évolution de la tendance fondamentale de l'inflation continue de pâtir de l'effet de la contraction de la demande engendrée par la pandémie du Covid 19. En

effet, l'inflation sous-jacente poursuit sa décélération entamée depuis mai 2020, revenant à 0,2% en octobre après un taux de 0,5% au troisième trimestre. Outre la baisse de 0,5% des prix des produits alimentaires qui y sont inclus, cette tendance de l'inflation sous-jacente reflète notamment le ralentissement du rythme d'évolution des prix de 2,5% à 1,8% pour l'« enseignement », de 0% à -0,6% pour les « articles d'habillement et chaussures » et de 0,8% à 0,4% pour le « transport » hors produits réglementés et carburants et lubrifiants.

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



La décélération a concerné aussi bien les prix des produits échangeables que ceux des non échangeables mais à des rythmes différenciés. Le ralentissement a été, en effet, plus marqué pour les prix des échangeables dont la progression est revenue de 0,4% en moyenne au cours du troisième trimestre à 0,1% en octobre. En particulier, le rythme d'accroissement des prix a ralenti de 2,5% à 0,9% pour les « huiles », de 4,4% à -0,4% pour le « transport aérien » et de 0,5% à 0,1% pour les « voitures automobiles ».

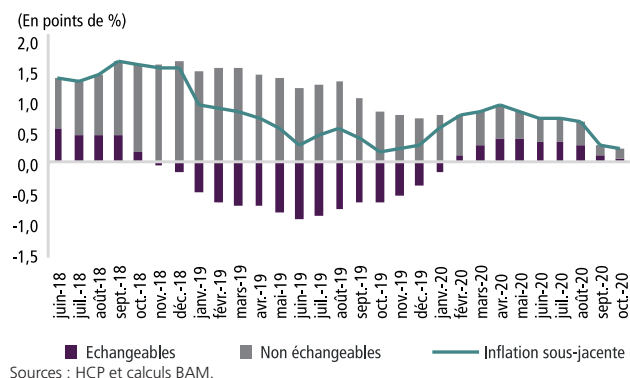
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 20	sept. 20	oct. 20	août 20	sept. 20	oct. 20
Biens échangeables	0,1	-0,1	-0,1	0,4	0,2	0,1
Biens non échangeables	0,4	-0,2	0,0	0,9	0,4	0,4
Inflation sous-jacente	0,2	-0,1	-0,1	0,6	0,3	0,2

Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des biens non échangeables ont progressé de 0,4% au lieu de 0,7% le trimestre précédent traduisant l'augmentation moins importante des prix de l'enseignement secondaire, post secondaire et supérieur, des « viandes fraîches » et des « loyers effectivement payés par les locataires ».

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



6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait rester faible au quatrième trimestre 2020, quoiqu'en légère accélération par rapport au trimestre précédent. Elle s'établirait ainsi à 0,9% après 0,7% au troisième trimestre. Son évolution serait attribuable à l'accélération prévue du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils et de celui des tarifs réglementés.

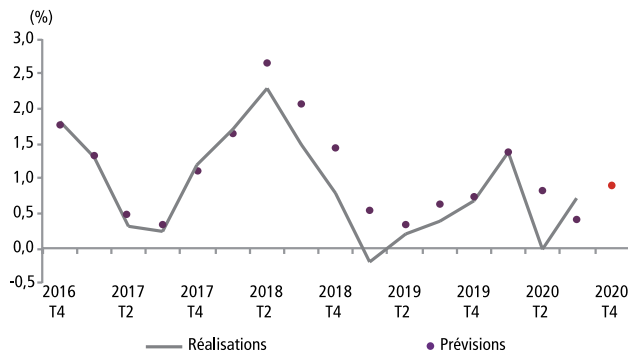
En effet, les données à haute fréquence relatives aux prix de gros des produits alimentaires à prix volatils laissent indiquer que ces derniers progresseraient de 6,5% après 1,4% un trimestre auparavant.

La poursuite de l'effet des augmentations antérieures des tarifs du transport routier et le relèvement de ceux des services médicaux en octobre 2020 devraient porter l'accroissement des tarifs réglementés à 1,9% après 1,5% contribuant ainsi positivement à la hausse de l'inflation au cours de ce dernier trimestre de 2020.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants accuseraient un repli, en glissement annuel, de 15% au lieu de celui de 13,4% au troisième trimestre, tirés par l'orientation baissière prévue des cours des produits pétroliers durant les deux prochains mois.

En revanche, l'inflation sous-jacente ralentirait de nouveau au cours de ce trimestre pour s'établir à 0,3% après 0,5% le trimestre précédent.

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



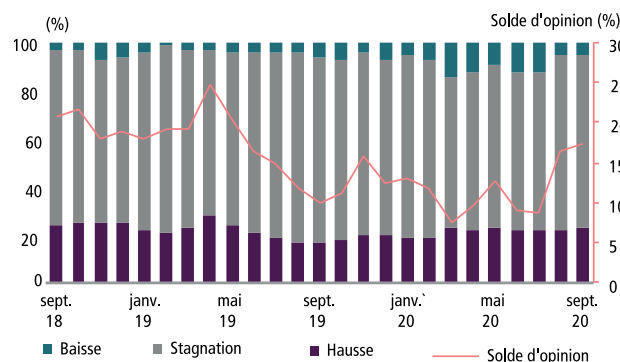
Les écarts de prévisions observées entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais substitué par celui base 100=2017.

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'octobre 2020 indiquent que 72% des industriels enquêtés tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 23% anticipent une hausse alors que 6% d'entre eux prévoient une baisse. Le solde de l'opinion ressort ainsi de 17%.

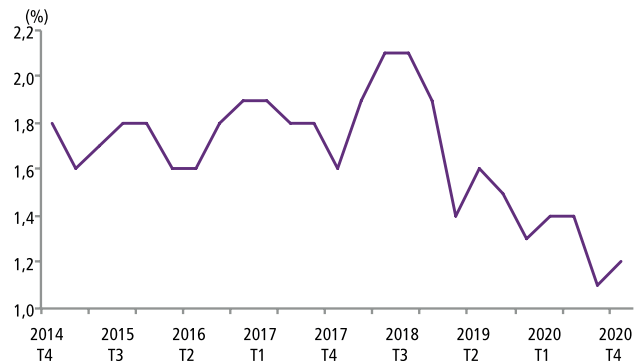
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises



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 quatrième trimestre 2020 indiquent que les experts financiers prévoient une inflation de 1,2% sur l'horizon des huit prochains trimestres, au lieu de 1,1% un trimestre auparavant.

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

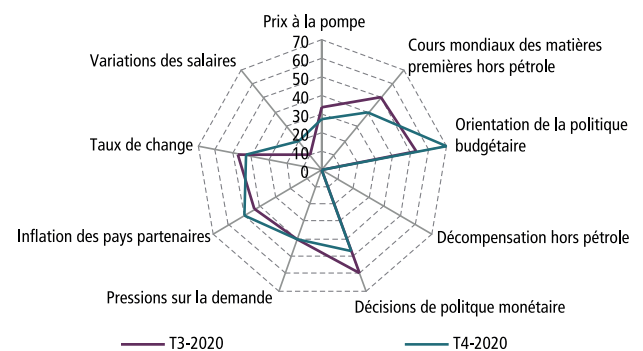


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

Ces derniers considèrent que la tendance future de l'inflation devrait être déterminée principalement par les orientations de la politique budgétaire et l'inflation des pays partenaires.

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



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

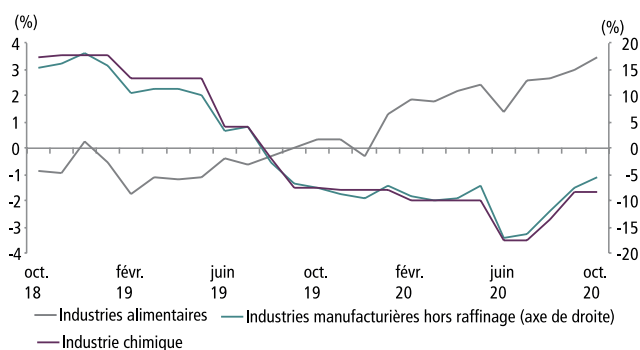
6.4 Prix à la production

Après avoir accusé une baisse prolongée tout au long des cinq derniers trimestres, l'indice des prix à la production a vu son repli s'atténuer à 1,1% en octobre au lieu de 2,4% au troisième trimestre. Cette évolution reflète essentiellement des diminutions moins prononcées des prix à la production à -8,4% après 13,4% pour

« l'industrie chimique » et à -5,4% contre -7,6% pour la « métallurgie ». Pour leur part, les prix à la production de « l'industrie alimentaire » ont vu leur rythme d'accroissement s'accélérer de 2,8% à 3,4%.

En moyenne sur les dix premiers mois de 2020, les prix à la production ressortent en baisse de 2% par rapport à leur niveau moyen enregistré au cours de la même période de 2019.

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

En dépit de l'optimisme lié au développement de vaccins contre le virus de la Covid-19, l'activité économique mondiale continue à pâtir des effets de la crise sanitaire. La mise en place de nouvelles restrictions dans plusieurs pays, pour endiguer la 2^{ème} vague de contaminations, devrait peser sur l'activité économique mondiale à moyen terme. Le PIB mondial reculerait de 4,2% en 2020 avant de s'accroître de 5,8% en 2021, puis de 3,4% en 2022. Le rythme de la reprise dépendra fortement de l'évolution de la pandémie et des délais pour la disponibilité à grande échelle des vaccins. Au niveau des économies avancées, la contraction serait de 3,5% aux Etats-Unis en 2020 et un rebond est prévu sur le reste de l'horizon de prévision. Dans la zone euro, le PIB baisserait fortement en 2020 et la reprise attendue en 2021 et 2022 serait soutenue en particulier par le nouvel instrument de relance « Next Generation EU ». Au Royaume-Uni, l'économie connaîtrait une forte contraction en 2020, suivie d'une reprise en 2021 et 2022 qui dépendra, en particulier, de l'issue des négociations sur le Brexit.

Quant aux principaux pays émergents, la Chine a renoué rapidement avec la croissance aux deuxième et troisième trimestres et reste la seule parmi les grandes économies à afficher une croissance positive en 2020. Sa croissance s'accélérait sensiblement en 2021 et 2022. En revanche, en Inde, l'activité économique continuerait à pâtir des fortes difficultés de maîtrise de la propagation du virus en 2020, avant d'enregistrer un net redressement en 2021 et 2022. Au Brésil, en plus de l'impact de la pandémie, les difficultés budgétaires constituent un autre frein au redressement de l'activité économique à moyen terme.

Sur le marché des matières premières, la persistance des incertitudes quant à la reprise de la demande et le retour des mesures de confinement dans plusieurs économies avancées et émergentes continuent de peser sur les cours des produits énergétiques et ce, en dépit des hausses enregistrées après les dernières annonces prometteuses sur le développement de vaccins. Le prix du Brent, en particulier, devrait ressortir en baisse à 41,9 USD/bl en moyenne en 2020, avant d'augmenter à 52,4 USD/bl en 2021, et à 58,1 USD/bl en 2022. Pour sa part, le cours du phosphate brut enregistrerait un recul en 2020 et celui du DAP poursuivrait sa tendance haussière à moyen terme.

Dans ce contexte, les pressions inflationnistes à la baisse résultant de la contraction de la demande et des niveaux bas des cours des matières premières dépassent l'effet haussier émanant des perturbations de l'offre. Ces pressions baissières s'atténueraient graduellement sur le reste de l'horizon de prévision, avec le redressement prévu de la demande. L'inflation évoluerait dans la zone euro, à des niveaux largement inférieurs à l'objectif de la BCE, et reculerait nettement aux Etats-Unis en 2020, avant de s'accroître à moyen terme.

Au niveau national, le déficit du compte courant devrait s'établir à 4,2% du PIB en 2020, après 4,1% en 2019, prévision en atténuation par rapport à l'exercice de septembre. Quant aux recettes d'IDE, elles devraient ressortir plus importantes que prévu à 2,3% du PIB. Tenant compte des tirages à l'international du Trésor et d'un montant total de dons prévu à 4,3 milliards, les avoirs officiels de réserve termineraient l'année à 321,9 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 7 mois et 26 jours d'importations de biens et services. Sur le reste de l'horizon de prévision, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 3,3% du PIB

en 2021 et se situer à 3,9% en 2022 et les recettes IDE reviendraient à leur niveau moyen avoisinant 3,1% du PIB. Tenant compte des hypothèses d'entrées de dons de 4,4 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022 et de sorties prévues du Trésor à l'international au cours des deux années, les AOR se situeraient à 324,9 milliards à fin 2021 et à 321,5 milliards à fin 2022, soit l'équivalent d'un peu plus de 7 mois d'importations de biens et services.

S'agissant des finances publiques, et compte tenu de l'exécution budgétaire à fin novembre 2020 et des données de la LF 2021, le déficit budgétaire devrait se situer à 7,7% du PIB en 2020 et s'atténuer à 6,5% du PIB en 2021. En 2022, il devrait poursuivre son allègement, quoiqu'à un rythme lent, pour se situer à 6,4% du PIB, sous l'hypothèse notamment d'une reprise progressive des rentrées fiscales et d'un alourdissement des dépenses, en particulier celles de biens et services et d'investissement.

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. Tenant compte de la révision de la croissance de l'activité, du besoin de liquidité, des effets prévus du programme Intelaka et des mesures de soutien et de relance ainsi que des projections du système bancaire, le crédit au secteur non financier devrait s'accroître de 4,3% en 2020 et en 2021 et de 4,5% en 2022. Pour sa part, le taux de change effectif réel terminerait l'année 2020 avec une relative appréciation et s'inscrirait en légère dépréciation en moyenne sur le reste de l'horizon de prévision.

Sous l'effet conjugué de la pandémie de la Covid-19 et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale connaîtrait une forte récession en 2020, avec un taux prévu à -6,6%. Cette contraction est légèrement plus importante que prévu en septembre, reflétant des chutes de 6,6% de la valeur ajoutée non agricole et de 5,3% de celle du secteur agricole. Sur le reste de l'horizon de prévision, la reprise reste entourée de fortes incertitudes, liées notamment au degré de maîtrise de la pandémie aussi bien au niveau national qu'international. La croissance devrait, selon le scénario central de projections, rebondir à 4,7% en 2021 avant de se consolider à 3,5% en 2022. Ces évolutions refléteraient des hausses, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière de 75 MQx annuellement, de 13,8% et de 2% respectivement de la valeur ajoutée agricole et une amélioration graduelle de 3,3% puis de 3,6% de celle non agricole.

Dans ce contexte, l'inflation devrait augmenter modérément à 0,7% en 2020, après un taux de 0,2% en 2019, portée par le renchérissement prévu des produits alimentaires à prix volatils. Sa composante sous-jacente se maintiendrait, pour sa part, à un niveau faible de 0,5%. Sur le reste de l'horizon de prévision, les répercussions négatives de la pandémie de la Covid-19 sur la demande et les pressions baissières sur les prix qui en résultent ne devraient s'atténuer que graduellement. L'inflation ressortirait en quasi-stagnation à 0,6% en 2021, avant de s'accélérer à 1,3% en 2022, en lien en particulier avec la résorption prévue de l'écart négatif entre la demande intérieure et son niveau tendanciel.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

Une récession mondiale profonde en 2020

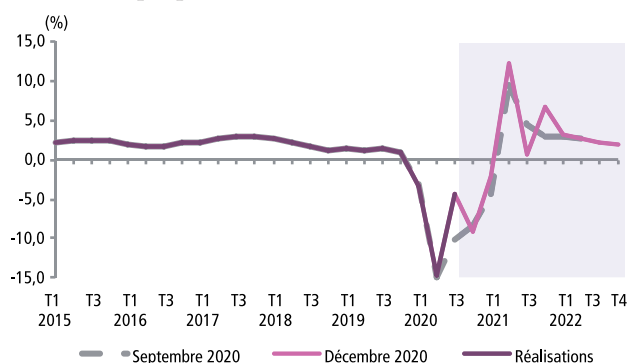
En dépit des résultats encourageants sur le développement et l'efficacité de plusieurs vaccins, l'activité économique mondiale continue à pâtir des effets de la crise de la Covid-19, suite notamment à la mise en place de nouvelles restrictions dans plusieurs pays pour contrer la 2^{ème} vague de contaminations. Le PIB mondiale reculerait de 4,2% en 2020 avant de rebondir de 5,8% en 2021 et puis de 3,4% en 2022. Le rythme de la reprise attendue dépendra fortement de l'évolution de la pandémie et de la disponibilité à grande échelle des vaccins.

Aux Etats-Unis, le PIB se contracterait de 3,5% en 2020 avant de croître de 4,6% en 2021 et de 2,5% en 2022. Dans la zone euro, la croissance chuterait à -7,9% en 2020 et augmenterait à 4,1% en 2021 et à 2,5% en 2022, soutenue en particulier par le nouvel instrument de relance « Next Generation EU ». Au Royaume-Uni, l'économie connaîtrait une forte contraction de 11,6% en 2020, suivie d'une croissance de 3,6% en 2021 et de 2,5% en 2022. Toutefois, le rythme de la reprise durant les deux prochaines années dépendra fortement de l'issue des négociations sur le Brexit.

Sur les marchés du travail, le chômage enregistrerait une forte hausse aux Etats-Unis à 8,1% en 2020 avant de reculer à 6,7% en 2021 puis à 6,3% en 2022. Dans la zone euro, l'impact de la pandémie devrait rester contenu en raison du recours aux dispositifs de maintien de l'emploi. Le taux de chômage connaîtrait ainsi une légère augmentation à 7,9% en 2020, puis à 8,1% avant de reculer à 6,8% en 2022.

Dans les principaux pays émergents, la Chine, qui se distingue en renouant rapidement avec la croissance aux deuxième et troisième trimestres, reste la seule parmi les grandes économies à afficher une croissance positive du PIB en 2020. Sa croissance avoisinerait 1,4% en 2020 et devrait s'accélérer à 8,3% en 2021 puis s'établir à 5% en 2022. En revanche, les fortes difficultés de maîtrise de la propagation du virus en Inde continuent de peser sur l'activité économique, le PIB devant chuter de 10,1% en 2020, avant de croître de 11,5% en 2021 et de 7,2% en 2022. Au Brésil, en plus de la pandémie, les difficultés budgétaires continuent de freiner le redressement de l'activité économique. Ainsi, le pays enregistrerait une forte récession à -6,0% en 2020 et la reprise serait limitée à 3,7% en 2021 et à 2,9% en 2022.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



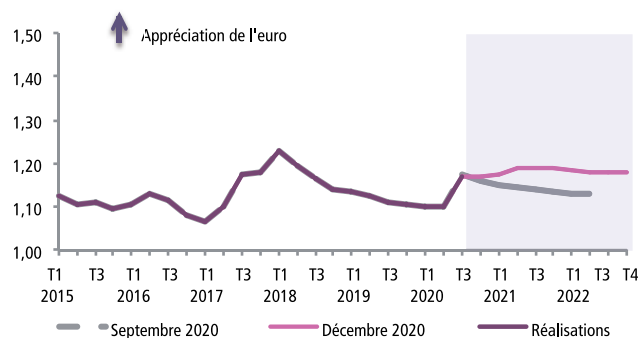
Poursuite des soutiens monétaire et budgétaire et raffermissement à court terme de l'euro face au dollar

Face aux retombées économiques et sociales de la pandémie de la Covid-19, les banques centrales aussi bien des pays avancés qu'émergents ont maintenu une orientation accommodante de leur politique monétaire. Ainsi, la BCE, tout en maintenant ses taux d'intérêt directeurs inchangés, a décidé, à l'issue de sa réunion du 10 décembre, de renforcer et de prolonger ses mesures d'assouplissement quantitatif. A ce titre, en plus de la poursuite de ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs, elle a annoncé notamment l'augmentation de l'enveloppe du programme d'achats d'urgence face à la pandémie de 500 milliards d'euros, la portant à 1850 milliards, et l'allongement de son horizon au moins jusqu'à fin mars 2022. En parallèle, les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ce programme sont prolongés au moins jusqu'à fin 2023. En outre, elle a décidé d'étendre les conditions nettement plus favorables appliquées à la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées jusqu'à juin 2022 et d'augmenter le montant pouvant être emprunté dans le cadre de ces opérations. Quant à la FED, elle a décidé, à l'issue de sa réunion des 4 et 5 novembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle a annoncé prévoir maintenir cette fourchette à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec les évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. Elle a également indiqué qu'elle augmentera ses achats de titres du Trésor et des titres hypothécaires au moins au rythme actuel afin de maintenir le bon fonctionnement du marché et favoriser des conditions financières accommodantes.

Au niveau budgétaire, en plus des réponses individuelles, les pays membres de l'UE sont parvenus à un accord sur le prochain budget à long terme de l'Europe 2021-2027 et sur un instrument temporaire pour la relance (Next Generation EU) d'un montant de 750 milliards d'euros. Aux Etats-Unis, une enveloppe de 2.200 milliards de dollars a été mobilisée pour soutenir les personnes et entreprises touchées par la pandémie dans le cadre du plan budgétaire « CARES Act ». En outre, de nouvelles mesures de relance budgétaire « CARES Act 2 » sont actuellement en discussion.

Sur les marchés de change, les pressions liées à l'absence de consensus sur le plan « CARES Act 2 » et la hausse de l'appétit pour les actifs risqués dans les pays émergents suite à l'optimisme sur le développement de vaccins anti-Covid-19, se sont traduites par une poursuite de l'affaiblissement du dollar américain face à l'euro. Ce dernier ressortirait en appréciation de 1,4% à 1,14 dollar en moyenne en 2020 et de 4,5% à 1,19 dollar en 2021, en révision à la hausse comparativement aux projections de septembre, avant de se stabiliser à 1,18 dollar en 2022.

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, novembre 2020.

Reprise plus lente des cours des produits énergétiques en lien avec le retour des mesures de confinement et persistance des pressions désinflationnistes

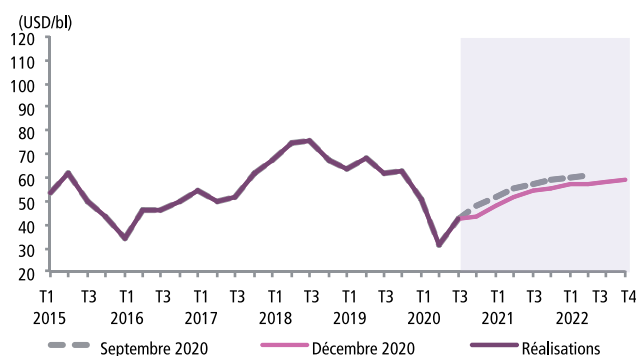
En dépit des hausses enregistrées après les dernières annonces prometteuses sur les développements de plusieurs vaccins, la persistance des incertitudes quant à la reprise de la demande et le retour des mesures de confinement dans plusieurs économies avancées et émergentes continuent de peser sur les cours du pétrole. Les prévisions ont été ainsi ajustées légèrement à la baisse, avec un prix qui atteindrait en moyenne 41,9 USD/bl en 2020, en baisse de 34,5% d'une année à l'autre, avant d'augmenter à 52,4 USD/bl en 2021 et à 58,1 USD/bl en 2022.

Pour ce qui est du phosphate et de ses dérivés, le cours du brut ressortirait en recul de 14,7% à 75 USD/t en 2020, avant de rebondir de 4% à 78 USD/t en 2021 et de 3,8% à 81 USD/t en 2022. Pour le prix du DAP, et après un rebond de 23% au 3ème trimestre, il augmenterait de 1,2% à 310 USD/t sur l'ensemble de l'année, reflétant notamment les perturbations de la production en Chine, la forte demande des principales régions productrices de cultures, la pétition déposée aux Etats-Unis par Mosaic contre les importations de phosphate provenant du Maroc et de la Russie et la hausse du prix du soufre. A moyen terme, la Banque mondiale table sur des hausses de 2,6% à 318 USD/t en 2021 et de 2,5% à 326 USD/t en 2022.

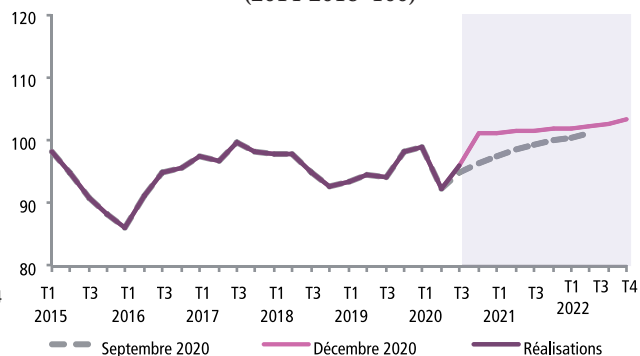
S'agissant des denrées alimentaires, les cours ressortent en hausse sur les onze premiers mois de l'année, reflétant notamment des augmentations des prix des huiles végétales et des céréales. Ils finiraient l'année en accroissement de 2,1%, après une baisse de 0,8% en 2019, puis augmenteraient de 4,6% en 2021 et de 1,1% en 2022.

En 2020, la pandémie a freiné la demande et a provoqué un effet baissier sur l'inflation, dépassant l'effet haussier émanant des perturbations de l'offre. Dans la zone euro, l'inflation évoluerait à des niveaux largement inférieurs à l'objectif de la BCE. Elle reculerait de 1,2% en 2019 à 0,3% en 2020, avant de remonter à 0,6% en 2021 et à 1,2% en 2022. Aux Etats-Unis, elle ralentirait de 1,8% en 2019 à 1,3% en 2020 et s'accélérait pour atteindre en moyenne 2,5% en 2021 et 2,4% en 2022.

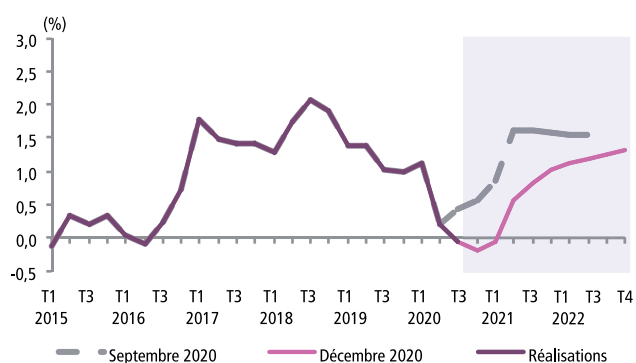
Graphique 7.4 : Prix du Brent



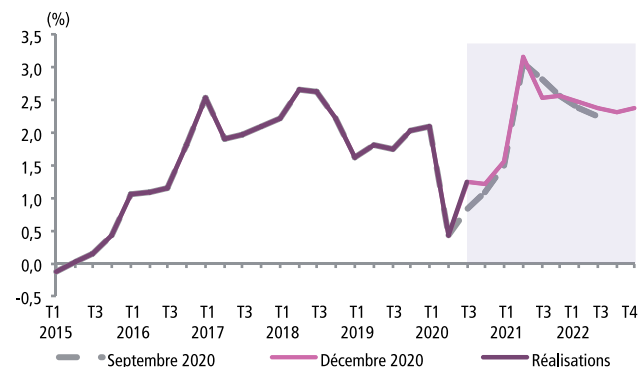
Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux États-Unis



Source : GPMN, novembre 2020.

Une production céréalière de 32 millions de quintaux en 2020 et une récolte moyenne en 2021 et 2022

Au niveau national, la récolte céréalière définitive au titre de la campagne agricole 2019-2020 s'est établie, selon le Département de l'Agriculture, à 32 millions de quintaux (MQx), soit une régression de 39% par rapport à la campagne précédente et de 60% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Pour la campagne 2020-2021, les prévisions du Département de l'Agriculture de la production, tablant sur des augmentations de 29% pour les agrumes, de 14% pour les olives et de 4% pour les dattes, ainsi que l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 75 MQx et d'une poursuite de la performance tendancielle des autres cultures sont retenues. Pour la campagne 2021-2022, les projections reposent sur une récolte céréalière de 75 MQx et d'une poursuite de l'évolution tendancielle des autres cultures.

7.2 Projections macroéconomiques

Baisse des échanges extérieurs en 2020

Tenant compte essentiellement des données provisoires des échanges extérieurs à fin octobre 2020, le déficit du compte courant devrait s'établir à 4,2% du PIB en 2020, après 4,1% du PIB en 2019. Il devrait s'alléger à 3,3% du PIB en 2021 et se situer à 3,9% en 2022.

Après une progression de 3,3% en 2019, les exportations devraient diminuer de 9% en 2020, en liaison essentiellement avec les replis prévus des ventes du secteur automobile et, dans une moindre mesure, de celles de l'industrie textile. Pour leur part, les importations de biens devraient terminer l'année avec une baisse de 14,3% en 2020 après une hausse de 2% en 2019, sous l'effet principalement d'un allègement de la facture énergétique et d'un recul des acquisitions de produits finis de consommation. Concernant les recettes de voyage, elles devraient revenir à 29 milliards de dirhams, soit une diminution de 63,2%. La résilience des transferts des MRE face à la crise se confirme, avec une hausse prévue à 1,6% sur l'ensemble de l'année. Concernant les entrées d'IDE, elles devraient terminer l'année à un niveau équivalent à 2,3% du PIB après 2,9% du PIB en 2019.

Au final, tenant compte des tirages à l'international du Trésor et d'un montant total de dons prévu à 4,3 milliards sur l'ensemble de l'année, les avoirs officiels de réserve devraient se situer à 321,9 milliards, soit l'équivalent de 7 mois et 26 jours d'importations de biens et services.

A moyen terme, le rythme d'évolution des exportations devrait s'accélérer à 9,7% en 2021 avant de revenir à 6,8% en 2022, tiré notamment par une augmentation des ventes de la construction automobile, sous l'hypothèse d'une production soutenue notamment de l'usine PSA. Les importations devraient, pour leur part, s'accroître de 9,1% en 2021 et de 9,7% en 2022, résultat principalement d'un alourdissement de la facture énergétique et d'un accroissement des acquisitions de biens d'équipement. Les recettes de voyage, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, devraient afficher une reprise graduelle en 2021 et 2022 et les transferts des MRE progresseraient de 6,3% en 2021 et de 2% en 2022. S'agissant des entrées d'IDE, elles devraient revenir à leur niveau moyen avoisinant 3,1% du PIB.

Tenant compte de ces évolutions et sous les hypothèses d'entrées de dons de 4,4 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022 et de sorties prévues du Trésor à l'international au cours des deux années, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 324,9 milliards à fin 2021 et à 321,5 milliards à fin 2022, assurant une couverture d'un peu plus de 7 mois d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021
Exportations de biens (FOB)	3,5	10,3	10,7	3,3	-9,0	9,7	6,8	7,5	-12,7
Importations de biens (CAF)	10,3	6,7	9,9	2,0	-14,3	9,1	9,7	3,1	-7,9
Recettes de voyage	5,0	12,3	1,2	7,8	-63,2	72,4	44,3	6,4	-32,6
Transferts des MRE	4,0	5,3	-1,5	-0,2	1,6	6,3	2,0	6,6	3,9
Solde du compte courant, en % du PIB	-4,1	-3,4	-5,3	-4,1	-4,2	-3,3	-3,9	1,8	1,9
Avoirs officiels de réserve, en mois d'importations de biens et services	6,4	5,6	5,3	7,0	7,9	7,2	7,1	1,0	0,4

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Décélération du rythme du crédit bancaire au secteur non financier

Le taux de change effectif réel (TCER) terminerait l'année 2020 avec une légère appréciation de 0,4%, reflétant une appréciation du dirham contre le dollar américain et les monnaies de certains pays émergents, notamment le yuan chinois et la livre turque. Sur le reste de l'horizon de prévision, il ressortirait, en moyenne, en dépréciation de 0,6%, résultat d'une perte de la valeur du dirham contre l'euro en particulier et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui 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 se situer à 65,3 milliards de dirhams à fin 2020, à 85,2 milliards à fin 2021 et à 112 milliards à fin 2022. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son taux d'accroissement annuel a ralenti de 6,2% au deuxième trimestre à 5,6% au troisième trimestre, recouvrant une décélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées, une consolidation de la reprise des concours aux entreprises publiques et une légère accélération de la hausse des crédits aux ménages. En termes de perspectives, et tenant compte de la révision de la croissance, du besoin de liquidité, des effets prévus du programme Intelaka et des mesures de soutien et de relance ainsi que des anticipations du système bancaire, le crédit au secteur non financier devrait s'accroître de 4,3% en 2020 et en 2021 et de 4,5% en 2022. 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 7,9% en 2020 et autour de 3,5% en 2021 et 2022.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2020	2021
Crédit bancaire au secteur non financier	3,9	3,8	3,1	5,5	4,3	4,3	4,5	0,8	0,5
M3	4,7	5,5	4,1	3,8	7,9	3,6	3,4	2,5	-0,7
Besoin de liquidité, en MMDH	-14,7	-40,9	-69,0	-62,3	-65,3	-85,2	-112,0	16,7	24,6

Détérioration de la situation budgétaire en raison de la pandémie

Le déficit budgétaire devrait s'établir à 7,7% du PIB en 2020, au lieu de 7,9% prévu dans l'exercice de septembre. Cette révision tient compte notamment des réalisations des recettes fiscales à fin novembre 2020 et d'une révision à la baisse des rentrées des dons CCG.

Pour l'année 2021, le déficit global a été révisé à la hausse à 6,5% du PIB, au lieu de 5,1% prévu en septembre, intégrant principalement les données de la LF 2021. Ces prévisions incorporent une progression des recettes fiscales, tenant compte des projections de BAM de la croissance économique. Du côté des dépenses, celles des biens et services devraient s'alourdir, tandis que la charge de compensation ressortirait en allègement. Pour leur part, les dépenses d'investissement devraient se situer autour de 6% du PIB, après 6,6% du PIB prévu en 2020.

Pour ce qui est de l'année 2022, sous l'hypothèse d'une reprise progressive de l'activité économique, d'un allourdissement des dépenses, notamment celles de fonctionnement et d'investissement et d'un système de compensation inchangé, le déficit budgétaire devrait se situer à 6,4% du PIB, en allègement de 0,1 point par rapport à 2021.

Forte contraction de l'économie en 2020 et reprise attendue au cours des deux prochaines années

Sous l'effet conjugué de la pandémie de la Covid-19 et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale connaîtrait une forte récession en 2020. La contraction du PIB ressortirait légèrement plus importante que prévu en septembre, à 6,6% au lieu de 6,3%, imputable à une révision à la baisse de la valeur ajoutée non agricole. Celle-ci devrait, en effet, chuter de 6,6%, en dégradation de 0,3 point de pourcentage, tenant compte des réalisations plus

défavorables qu'attendu au titre du deuxième trimestre. Pour sa part, la valeur ajoutée agricole baisserait de 5,3%, prévision inchangée par rapport à celle retenue précédemment. Par composantes de la demande, cette dégradation reflèterait une contribution négative à la croissance de la demande domestique. En effet, la consommation finale des ménages serait pénalisée par les restrictions destinées à contenir la propagation de la pandémie et par la contraction des revenus aussi bien agricoles que non agricoles. De même, l'investissement fléchirait, pâtissant de la persistance du climat de fortes incertitudes. A l'inverse, la consommation des administrations publiques devrait poursuivre sa hausse. Parallèlement, la participation à la croissance des exportations nettes ressortirait légèrement positive, la contraction attendue des importations des biens et services, en volume, devant plus que compenser celle des exportations suite principalement à la contraction de la demande étrangère adressée au Maroc et à l'arrêt total ou partiel de l'activité de plusieurs secteurs orientés à l'export pendant la période de confinement.

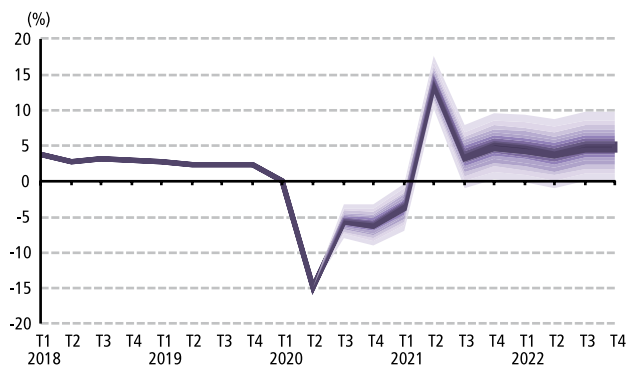
Sur le reste de l'horizon de prévision, la reprise économique reste fortement tributaire de l'évolution de la pandémie et des délais pour la disponibilité à grande échelle des vaccins aussi bien au niveau national qu'international. Dans ce contexte, la croissance devrait rebondir, selon le scénario central des projections, à 4,7% en 2021, prévision inchangée par rapport à celle communiquée en septembre, avant de se consolider à 3,5% en 2022. Ces évolutions reflèteraient une augmentation, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière moyenne de 75 MQx annuellement, de 13,8% en 2021 et de 2% en 2022 de la valeur ajoutée agricole et une amélioration graduelle de 3,3% puis de 3,6% de celle non agricole, des taux toutefois inférieurs à ceux observés en 2019. Du côté de la demande, celle intérieure devrait se raffermir, soutenue principalement par l'amélioration prévue des revenus, le regain attendu de la confiance des opérateurs économiques ainsi que par les programmes visant le soutien et la promotion de l'investissement. De son côté, la contribution à la croissance des exportations nettes ressortirait quasi-nulle en moyenne, recouvrant une hausse des importations des biens et services et une reprise des exportations, à la faveur, d'une part, du renforcement prévu de la demande étrangère et, d'autre part, du retour progressif à la normale attendu de l'activité du secteur automobile en particulier.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2020 - T4 2022), en glissement annuel*



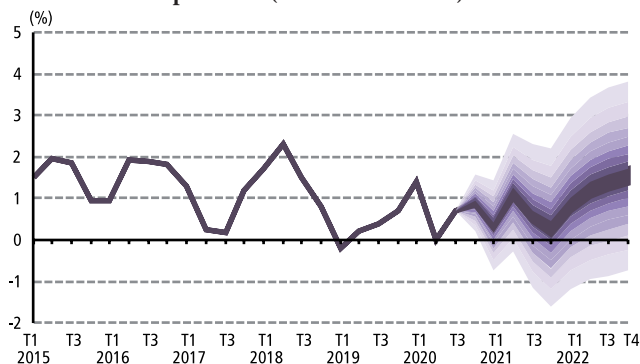
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Niveaux faibles de l'inflation en 2020 et en 2021 et accélération prévue en 2022

Après un taux de 0,2% en 2019, l'inflation augmenterait modérément à 0,7% en 2020, portée principalement par le renchérissement prévu des produits alimentaires à prix volatils. Cette prévision a été ajustée à la hausse comparativement à celle communiquée en septembre, suite à la survenance de chocs d'offre sur ces produits. Sa composante sous-jacente, quant à elle, se maintiendrait à un niveau faible de 0,5%, en stagnation d'une année à l'autre. Pour leur part, les prix des produits réglementés connaîtraient un léger ralentissement de leur accroissement, reflétant les hausses successives des tarifs du transport routier de passagers, tandis que ceux des carburants et lubrifiants marqueraient une baisse, en ligne avec l'évolution des cours internationaux du pétrole.

Sur le reste de l'horizon de prévision, les répercussions négatives de la pandémie de la Covid-19 sur la demande et les pressions baissières sur les prix qui en résultent ne devraient s'atténuer que graduellement. L'inflation ressortirait en quasi-stagnation à 0,6% en 2021 avant de s'accroître à 1,3% en 2022, tandis que sa composante sous-jacente se situerait à 0,6%, avant d'augmenter à 1,5% en lien en particulier avec la résorption prévue de l'écart négatif entre la demande intérieure et son niveau tendanciel.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2020- T4 2022)*



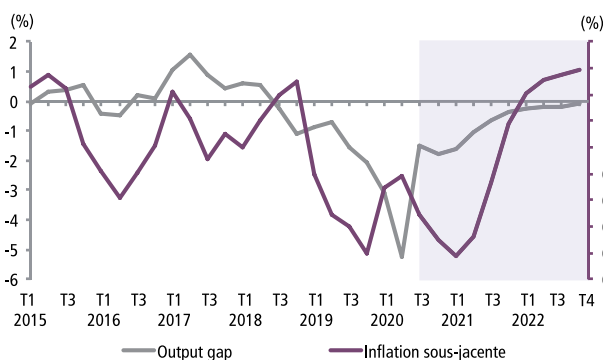
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

	Réalizations				Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Horizon de 8 trimestres (T4 2020-T3 2022)	2020	2021
Inflation	1,6	0,7	1,6	0,2	0,7	0,6	1,3	0,8	0,3	-0,4
Inflation sous-jacente	0,8	1,3	1,3	0,5	0,5	0,6	1,5	0,9	-0,1	-0,1

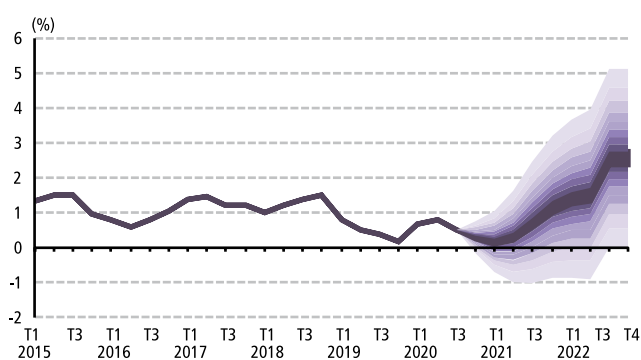
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2020 - T4 2022)*




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

7.3 Balance des risques

Les prévisions restent entourées d'un niveau exceptionnellement élevé d'incertitudes, en lien avec l'évolution de la pandémie et la logistique de la mise en place d'une solution médicale et ce, aussi bien au niveau national qu'international. Le futur des relations commerciales sino-américaines et les négociations sur le Brexit accentuent également les risques entourant les perspectives.

La balance des risques ressort orientée à la hausse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, une éventuelle accélération de la pandémie tant au niveau national qu'international pourrait avoir des effets plus prononcés qu'attendu sur la capacité de production de l'économie et sur la confiance des opérateurs économiques et pourrait se traduire par une reprise moins importante que prévu de l'activité économique. En revanche, les annonces sur l'efficacité des premiers vaccins développés contre la Covid-19 et l'initiative de vaccination à grande échelle aussi bien au Maroc que chez plusieurs de ses partenaires économiques ont stimulé l'optimisme quant à une reprise plus rapide de l'économie, même si la logistique de sa mise en œuvre reste un défi important. En outre, le fonds stratégique dédié à l'investissement pourrait induire des effets positifs plus importants qu'attendu sur la confiance des opérateurs économiques et sur la croissance. Parallèlement, la production agricole au titre de la campagne actuelle, largement tributaire des conditions climatiques qui prévaudront au cours des prochains mois, constitue un facteur de risque interne pour la croissance. Quant à l'inflation, les risques à la baisse pourraient persister, en lien notamment avec un impact plus durable de la pandémie sur la demande intérieure. Les incertitudes entourant l'estimation à moyen terme de l'ampleur du double choc d'offre et



de demande sous-tendant l'évolution des prix tant au niveau national qu'international sont, toutefois, importantes. Des pressions haussières sur les prix de certains produits pourraient, en effet, émaner des perturbations des chaînes d'approvisionnement, de la hausse des coûts de production, ou encore d'une faible production agricole nationale.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	20
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX	20
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	20
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	21
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent.....	22
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	22
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais	23
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	23
Graphique E 2.1	: Evolution de la production et des ventes mondiales.....	25
Graphique E 2.2	: Evolution du flux mensuel des exportations du secteur automobile et ses principales composantes	25
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile	26
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	27
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	27
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	28
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	29
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	29
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	29
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	30
Graphique 3.6	: Ecart monétaire	30
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	30
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	31
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	31
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande	32
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	32
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	33
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI	33
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2020	34
Graphique 3.15	: Evolution des bons du Trésor	34
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	35
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances rectificative	37
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances rectificative	38
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	38
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin novembre	38
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin novembre	39
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin novembre	39
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	40
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation.....	41
Graphique 5.2	: PIB par composante (aux prix de l'année précédente).....	42
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	43
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	44
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	44
Graphique 5.6	: Output-gap global	44
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	46
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	47
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	47

Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	48
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	48
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	49
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises ...	49
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	49
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	49
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	50
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	53
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	53
Graphique 7.3	: Taux de change USD/EUR	55
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	56
Graphique 7.5	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	56
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro	56
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	56
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2020 - T4 2022)	60
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2020- T4 2022)	60
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	61
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2020 - T4 2022)	61

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	17
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage.....	18
Tableau E.1.1.1	: Niveau d'indemnisation au chômage partiel	19
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	23
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	24
Tableau 2.2	: Evolution des importations	26
Tableau 2.3	: Evolution de la balance de services	27
Tableau 2.4	: Evolution des investissements directs	27
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	28
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	29
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	29
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	37
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	38
Tableau 4.3	: Financement du déficit	39
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	40
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	45
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	47
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	48
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	57
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	58
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	59
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	61

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Le recours aux dispositifs de chômage partiel en réponse à la pandémie	19
Encadré 2.1	: Impact du Covid-19 sur le secteur automobile au Maroc : évolutions et perspectives.....	25
Encadré 3.1	: Elargissement du collatéral éligible au refinancement des banques.....	32