



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 56 / 2020

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB  
DU 22 SEPTEMBRE 2020

Dépôt légal : 2020/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : [deri@bkam.ma](mailto:deri@bkam.ma)

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



@BankAlMaghrib

# SOMMAIRE

## PRÉAMBULE

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

## APERÇU GÉNÉRAL

11

### 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

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

25

2.3 Compte financier

26

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

27

3.1 Conditions monétaires

27

3.2 Prix des actifs

31

### 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

34

4.1 Recettes ordinaires

34

4.2 Dépenses

35

4.3 Déficit et financement du Trésor

37

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

40

5.1 Demande intérieure

40

5.2 Demande extérieure

41

5.3 Offre globale

41

5.4 Marché du travail et capacités de production

42

### 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

45

6.1 Evolution de l'inflation

45

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

47

6.3 Anticipations de l'inflation

48

6.4 Prix à la production

49

### 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

50

Synthèse

50

7.1 Hypothèses sous-jacentes

52

7.2 Projections macroéconomiques

55

7.3 Balance des risques

59

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

60

## LISTE DES GRAPHIQUES

62

## LISTE DES TABLEAUX

63

## LISTE DES ENCADRÉS

63

بنك المغرب  
بنك المغرب خير

# PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

*Le Wali, Président*

*Le Directeur Général*

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

*Mme Mouna CHERKAOUI*

*M. Mohammed DAIRI*

*Mme Najat EL MEKKAOUI*

*M. Larabi JAÏDI*

*M. Mustapha MOUSSAOUI*

*M. Fathallah OUALALOU*

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

بنك المغرب  
بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 22 septembre 2020

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 22 septembre sa troisième réunion trimestrielle de l'année 2020.
2. Lors de cette réunion, il a analysé les développements de la conjoncture économique et sociale et les projections macroéconomiques à moyen terme de la Banque. Ces dernières ont été ajustées par rapport à l'édition de juin à la lumière des données disponibles, de l'évolution de la situation sanitaire et de la réponse des autorités. Le scénario central qui en découle table sur une contraction plus prononcée de l'économie en 2020, suivie d'un relatif rebond en 2021. Il reste cependant entouré d'un degré exceptionnellement élevé d'incertitudes liées notamment à l'évolution de la pandémie et à ses conséquences aussi bien au niveau national qu'international.
3. Le Conseil s'est enquis par la suite de la transmission des décisions de politique monétaire prises depuis le début de la pandémie pour soutenir le financement de l'économie, atténuer l'impact de la crise et favoriser la relance, ainsi que du bilan des différentes mesures adoptées par le Comité de Veille Economique.
4. Sur la base de ces évaluations, le Conseil a jugé que les conditions de financement de l'économie restent adéquates et a décidé de maintenir le taux directeur inchangé à 1,5%, tout en continuant de suivre de très près l'ensemble de ces évolutions.
5. Le Conseil a noté qu'après une stagnation au deuxième trimestre et une légère baisse en glissement annuel en juillet, l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,9% en août sous l'effet d'une hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Sa progression moyenne sur les huit premiers mois de l'année est ressortie ainsi à 0,7%. Dans un contexte marqué par de faibles pressions émanant de la demande, l'inflation continuerait d'évoluer à des niveaux bas, ressortant à 0,4% en moyenne en 2020 avant de s'accélérer modérément à 1% en 2021.
6. Sur le plan international, les données récentes relatives en particulier au deuxième trimestre 2020 confirment l'ampleur de la récession prévue. Cette dernière serait la plus profonde depuis la grande dépression de la fin des années 20 du siècle dernier. De plus, les perspectives à moyen terme restent entourées de très fortes incertitudes en relation notamment avec l'évolution de la pandémie. Celle-ci est marquée ces dernières semaines par la recrudescence des cas d'infections qui laisse présager une deuxième vague de contaminations dans plusieurs pays, en particulier chez nos principaux partenaires européens. Le scénario de base table pour la zone euro sur un recul du PIB de 9,1% cette année, suivi d'une croissance limitée à 3,1% en 2021. Pour l'économie américaine, elle devrait accuser une contraction de 5,3%, avant de rebondir de 4% en 2021. Sur le marché du travail, le taux de chômage est passé aux Etats-Unis en deux mois de son plus bas niveau en un demi-siècle, soit 3,5% enregistré en février, à son plus haut en près de 90 ans, soit 14,7% en avril, avant de reculer progressivement pour se situer à 8,4% en août. Il devrait poursuivre sa baisse graduelle pour avoisiner 8% en 2021. Dans la zone euro, ce taux ne devrait pas connaître de variation importante, s'établissant à 7,6%

en moyenne en 2020 et à 7,1% en 2021, grâce essentiellement aux dispositifs de maintien de l'emploi. Dans les principaux pays émergents, la croissance resterait positive en Chine en 2020, avec un taux prévu à 0,8%, avant de s'accélérer à 7,5% en 2021, alors qu'en Inde, le PIB chuterait de 4% cette année et rebondirait de 8,5% en 2021.

7. Sur les marchés des matières premières, le prolongement par les pays de l'OPEP+ de l'accord de réduction de l'offre, d'une part, et le recul des stocks et de la production aux Etats-Unis, d'autre part, ont induit une inversion de la tendance baissière depuis fin avril dernier des prix du pétrole. Ces derniers ressortiraient toutefois en baisse sur l'ensemble de l'année. Le cours du Brent, en particulier, devrait diminuer de 32,7% à 43,1 \$/bl en moyenne en 2020, avant d'augmenter à 55,7 \$/bl en 2021, sous l'effet notamment de la reprise attendue de la demande. Pour ce qui est des cours des phosphates et dérivés, ils ont évolué durant les huit premiers mois de l'année à des niveaux inférieurs à ceux observés en 2019. Ils devraient ressortir en recul en 2020 à 78 \$/t en moyenne pour le phosphate brut et à 285 \$/t pour le DAP, avant de progresser à 81 \$/t et à 295 \$/t respectivement en 2021.
8. Dans ce contexte de fortes pressions désinflationnistes, le taux d'inflation devrait s'établir en 2020 à 0,6% dans la zone euro et à 1,1% aux Etats-Unis. En 2021, il resterait dans la zone euro bien en deçà de l'objectif de la BCE, s'établissant à 1,4% et atteindrait 2,5% aux Etats-Unis.
9. Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, après une série de mesures d'une ampleur exceptionnelle au cours de la première moitié de 2020, les banques centrales des principales économies avancées ont maintenu l'orientation accommodante de leur politique monétaire. La BCE a ainsi décidé à l'issue de sa réunion du 10 septembre de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et de poursuivre la réalisation de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie dont le montant total s'élève à 1.350 milliards d'euros et ce, au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'elle juge que la crise est passée. Elle a réitéré qu'elle poursuivra ses achats nets au titre du programme d'achats d'actifs à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que ceux sous l'enveloppe temporaire additionnelle de 120 milliards d'euros. Elle continuera aussi à fournir une liquidité abondante via ses opérations de refinancement. Pour sa part, au terme de sa réunion des 15-16 du mois courant, la première après la refonte de son cadre de politique monétaire, la FED a décidé de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle prévoit de maintenir cette fourchette jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec ses évaluations de l'emploi maximum et que l'inflation ait évolué en ligne avec sa nouvelle orientation en matière de stabilité des prix. Elle a également indiqué qu'elle augmentera ses avoirs de titres du Trésor et des titres hypothécaires au cours des prochains mois au moins au rythme actuel afin de maintenir le bon fonctionnement du marché et contribuer à favoriser des conditions financières accommodantes.
10. Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux restent celles relatives au premier trimestre 2020 et ne reflètent donc que partiellement l'effet de la pandémie sur l'économie. Elles font ressortir une forte décélération de la croissance à 0,1% contre 2,8% le même trimestre un an auparavant. Pour l'ensemble de l'année 2020, la prévision annoncée en juin a été ajustée à la baisse au regard du redémarrage plus lent que prévu de l'activité, de la mise en place de certaines restrictions locales ou sectorielles suite à la recrudescence des

infections, ainsi que de la poursuite de la fermeture quasi-totale des frontières pour les voyageurs. L'économie nationale devrait ainsi connaître, selon le scénario de base retenu par Bank Al-Maghrib, une contraction de 6,3% avec des reculs de 5,3% de la valeur ajoutée agricole et de 6,3% de celle des secteurs non agricoles. En 2021, le PIB rebondirait de 4,7%, porté par une hausse de 12,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière de 75 millions de quintaux, et par une amélioration de 3,7% de celle non agricole. Ces perspectives qui restent entourées d'un niveau exceptionnellement élevé d'incertitudes liées notamment à l'évolution de la pandémie, à l'ampleur de ses retombées ainsi qu'au rythme de la reprise, vont devoir être régulièrement actualisées.

11. Sur le marché du travail, les données du HCP relatives au deuxième trimestre indiquent une perte nette, par rapport au même trimestre de 2019, de 589 mille emplois dont les quatre cinquièmes enregistrés au niveau de l'agriculture. En outre, près des deux tiers des personnes ayant préservé leurs emplois ont travaillé moins que d'habitude et le volume horaire hebdomadaire par personne a reculé de 45 à 22 heures, une baisse ayant concerné essentiellement les secteurs non agricoles. En parallèle, le nombre d'actifs a diminué de 93 mille personnes et le taux d'activité a reculé de 45,8% à 44,8%. Dans ces conditions, le taux de chômage s'est aggravé de 8,1% à 12,3% globalement, de 11,7% à 15,6% dans les villes et de 3% à 7,2% dans les campagnes.
12. Sur le plan des comptes extérieurs, les exportations de biens ont reculé, en glissement annuel, de 17% à fin juillet, tirées notamment par des replis des ventes de 28,7% pour le secteur automobile et de 29,5% pour le textile. En regard, les importations ont connu une baisse de 17,5%, reflétant essentiellement des régressions de 18,5% des acquisitions de biens d'équipement et de 24,8% des achats de produits finis de consommation, ainsi qu'un allègement de 31,6% de la facture énergétique. Quant aux recettes de voyage, leur reflux s'est accentué à 44,1% alors que celui des transferts des MRE s'est limité à 3,2%. Pour l'ensemble de l'année, les exportations ressortiraient, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, en chute de 16,6% avant d'augmenter de 22,4% en 2021, portées en particulier par la progression prévue des expéditions du secteur automobile. En parallèle, les importations de biens se contracteraient de 17,4% avant de s'accroître de 17% en 2021. S'agissant des recettes de voyage, elles ressortiraient en forte diminution, passant de 78,8 milliards de dirhams en 2019 à 23,9 milliards en 2020 et rebondiraient à 49,1 milliards en 2021. Plus résilients à la crise, les transferts des MRE accuseraient une baisse limitée de 5% à 61,5 milliards avant de s'améliorer de 2,4% à 63 milliards en 2021. Dans ces conditions, et tenant compte de rentrées de dons à hauteur de 7,2 milliards de dirhams en 2020 et de 2,6 milliards en 2021, le déficit du compte courant devrait se creuser à 6% du PIB en 2020, au lieu de 10,3% prévu juin, et s'alléger à 5,2% du PIB en 2021. Concernant les entrées d'IDE, elles reculeraient à l'équivalent de 1,5% du PIB cette année, contre 2,9% du PIB en 2019, avant de revenir en 2021 au niveau moyen observé avant la crise. Ainsi, tenant compte de la mobilisation exceptionnelle des financements extérieurs, l'encours des avoirs officiels de réserve avoisinerait 294,7 milliards de dirhams à fin 2020 et 289 milliards à fin 2021, soit une couverture autour de 6 mois et 20 jours d'importations de biens et services.
13. Concernant les conditions monétaires, l'encours du crédit bancaire au secteur non financier s'est accru, en glissement annuel, de 6% à fin juillet, en relation principalement avec l'augmentation importante des prêts de trésorerie accordés aux entreprises privées. Il devrait, tenant compte de l'évolution prévue de l'activité

économique et de l'effet attendu du programme Intelaka ainsi que des différentes mesures de soutien et de relance, enregistrer une progression autour de 4% en 2020 et en 2021. Reflétant essentiellement la réduction de 25 points de base du taux directeur opéré en mars dernier, les taux débiteurs ont reculé de 29 points de base à 4,58% en moyenne au deuxième trimestre, baisse ayant profité aussi bien aux grandes entreprises qu'aux TPME. Ce repli devrait se poursuivre au regard de la réduction de 50 points de base du taux directeur opérée en juin et de la mise en place de dispositifs de garantie pour le financement de la relance à des conditions indexées sur ce taux. Pour sa part, le taux de change effectif réel, après une appréciation de 1,1% en 2019, devrait se déprécier de 0,8% en 2020 et de 2% en 2021, résultat d'une dépréciation en termes nominaux ainsi que d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

14. Pour ce qui est des finances publiques, l'exécution budgétaire au terme des huit premiers mois de l'année fait ressortir un déficit de 46,5 milliards de dirhams, contre 35,2 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 9 milliards du fonds spécial dédié à la gestion de la pandémie. Les recettes ordinaires ont régressé de 6,5%, impactées par le recul de 8,4% des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales ont augmenté de 2,5%, traduisant essentiellement une hausse de 8,3% des charges au titre des autres biens et services, alors que les dépenses d'investissement ont diminué de 4,7% et celles au titre de la compensation de 6,4%. Avec la réduction du stock des opérations en instance de 1,6 milliard, le déficit de caisse s'est établi à 48,1 milliards de dirhams, en creusement de 3,2 milliards par rapport à son niveau à fin août 2019. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 32,8 milliards et par des concours extérieurs nets de 15,2 milliards. Tenant compte des données de la loi de finances rectificative 2020 et de la poursuite de la mobilisation des financements spécifiques en 2021, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait s'aggraver de 4,1% du PIB en 2019 à 7,9% cette année, avant de s'atténuer à 5,1% en 2021. Outre les ressources internes, le financement des besoins du Trésor est assuré par une mobilisation exceptionnelle des financements extérieurs. La dette du Trésor augmenterait ainsi de 65% du PIB en 2019 à 76,1% en 2020 et se situerait à 75,9% en 2021.

## APERÇU GÉNÉRAL

L'économie mondiale a connu au deuxième trimestre un repli d'une ampleur exceptionnelle dans un contexte marqué par de fortes restrictions sur les déplacements et les activités afin d'endiguer la propagation du Covid-19. En effet, hormis la Chine où la situation économique s'est redressée avec une croissance de 3,2%, le repli a concerné aussi bien les économies avancées qu'émergentes et en développement. La contraction du PIB en volume a atteint 21,7% au Royaume-Uni, 14,7% dans la zone euro, 10,1% au Japon et 9,1% aux Etats-Unis. Elle a été de 22,8% en Inde, de 11,4% au Brésil et de 8,5% en Russie.

Sur le marché du travail, les retombées de la pandémie se font sentir lourdement, particulièrement aux Etats-Unis où en l'espace de deux mois, le taux de chômage est passé de son plus bas niveau en un demi-siècle à son plus haut en près de 90 ans. Ainsi, après s'être établi à 3,5% en février 2020, il a atteint 14,7% en avril avant de reculer progressivement pour se situer à 8,4% en août. Dans la zone euro, ce taux a augmenté de 7,7% en juin à 7,9% en juillet dans une conjoncture marquée par le recours aux dispositifs de maintien de l'emploi et par un certain assouplissement des mesures de confinement dans plusieurs pays.

Par contre, sur les marchés financiers, la poursuite de l'atténuation de l'aversion au risque, les mesures de soutien budgétaire et monétaire mises en place ont favorablement impacté les principaux indices boursiers qui ont continué d'évoluer à des niveaux très élevés en déconnexion avec l'évolution de l'économie réelle. Ainsi, en août, le Dow Jones industriels et le Nikkei 225 se sont appréciés de 5,4% et 1,4% respectivement par rapport à juillet, l'EuroStoxx 50 est ressorti en quasi-stagnation, alors que le FTSE 100 s'est replié de 1,5%. Quant aux rendements souverains, ils sont demeurés globalement inchangés entre juillet et août, se situant à 0,6% pour les Etats-Unis, à -0,5% pour l'Allemagne et à -0,2% pour la France. Les taux ont en revanche poursuivi leur détente, reculant de 8 points de base à 0,3% pour l'Espagne et de 16 pb à 0,9% pour l'Italie.

Pour ce qui est des marchés de change, l'euro s'est renforcé entre juillet et août de 3% face au dollar à 1,18 dollar et de 2,4% vis-à-vis du yen japonais, tandis qu'il est demeuré quasi-stable par rapport à la livre sterling. Concernant les monnaies des principaux pays émergents, elles ont affiché des évolutions disparates contre le dollar, avec une appréciation de 1,1% pour le yuan chinois, une stagnation pour la roupie indienne ainsi que des dépréciations de 3,3% pour le real brésilien et de 5,9% pour la livre turque. S'agissant du crédit bancaire, son rythme de progression a légèrement décéléré, passant à 10,1% en juillet aux Etats-Unis et à 4,7% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, le prolongement par les pays de l'OPEP+ de leur accord de réduction de la production de pétrole et la baisse des stocks et de la production aux Etats-Unis ont orienté les prix du pétrole à la hausse. Le cours du Brent en particulier a enregistré en août une augmentation mensuelle de 4,1% à 45,1 dollars le baril en moyenne, tout en restant en baisse de 24,4% en glissement annuel. Pour le marché des phosphates et dérivés, les prix ont augmenté en août de 2,5% pour le phosphate brut à 77 dollars la tonne, de 12,1% pour le DAP à 342 dollars la tonne et de 5,4% pour le TSP à 276 dollars la tonne. En glissement annuel, les cours ont enregistré un repli de 1,4% pour le phosphate brut contre des hausses de 0,8% pour le DAP et de 7,7% pour le TSP. Enfin, les cours des produits hors énergie sont ressortis en accroissement en glissement annuel, tirés notamment par ceux des métaux et minerais.

Quant à l'évolution des prix à la consommation, les pressions désinflationnistes induites par la pandémie se sont traduites par une baisse de l'inflation notamment dans les pays avancés. Dans la zone euro, elle s'est établie à -0,2% en août après 0,4% en juillet alors qu'aux Etats-Unis, elle est passée de 1% à 1,3% sur la même période.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 10 septembre, de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et de poursuivre ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie à un montant total de 1.350 milliards d'euros et ce, au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'elle juge que la crise est passée. Concernant son programme d'achat d'actifs, elle a indiqué que ses achats nets se poursuivront au rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Il en est de même pour ceux sous l'enveloppe temporaire supplémentaire de 120 milliards d'euros et ce, jusqu'à la fin de l'année. Elle continuera également à fournir une liquidité abondante via ses opérations de refinancement.

Pour sa part, au terme de sa réunion des 15-16 du mois courant, la première après l'annonce de la refonte du cadre de sa politique monétaire, la FED a décidé de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle a annoncé prévoir maintenir cette fourchette jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec les évaluations du comité sur l'emploi maximum et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce niveau pendant un certain temps. Elle a également indiqué qu'elle augmentera ses avoirs de titres du Trésor et des titres hypothécaires au cours des prochains mois au moins au rythme actuel afin de maintenir le bon fonctionnement du marché et contribuer à favoriser des conditions financières accommodantes. Enfin, la FED a de nouveau réitéré qu'elle s'engage à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie en ces temps difficiles. Par ailleurs, le principal développement récent en matière de politique monétaire de la Fed est la revue du cadre de politique monétaire sur lequel elle se base pour la réalisation de ses objectifs d'emploi maximum et de stabilité des prix. Selon les résultats de cette revue, dévoilés par son président lors du dernier symposium annuel de Jackson Hole, l'objectif d'emploi maximal est devenu large et inclusif et l'évaluation se fera sur la base des « déficits d'emplois par rapport au niveau maximal » plutôt que par les « écarts par rapport à ce niveau ». Une plus grande flexibilité est également introduite dans la réalisation de l'objectif de stabilité des prix, la Fed visant désormais une inflation moyenne de 2%. Enfin, la Fed procédera dans le futur à une revue de son cadre tous les cinq ans.

Au plan national, les restrictions mises en place par les autorités à partir de la mi-mars pour contenir la propagation du virus se sont traduites par un arrêt total ou partiel de plusieurs activités et par une perte importante d'emplois dans les secteurs aussi bien formel qu'informel. Après le déconfinement en juin, plusieurs restrictions locales et sectorielles ont été mises en place en raison de la recrudescence des contaminations.

Ainsi, pour ce qui est des comptes nationaux, les dernières données disponibles concernent le premier trimestre 2020 et ne reflètent donc que partiellement l'effet de la pandémie du Covid-19 sur l'économie marocaine. Elles font ressortir une décélération de la croissance à 0,1% contre 2,8% un an auparavant, avec une atténuation de la baisse de la valeur ajoutée agricole à 5% après 5,9%, et un ralentissement rapide du rythme des activités non agricoles de 4,3% à 0,9%. Du côté de la demande, en dépit des mesures de soutien, la consommation des ménages a ralenti de 2,7% à 1,4% et l'investissement a enregistré une nette baisse de 4,8% après celle de 4,5% un an auparavant. De même, les exportations nettes en volume ont contribué négativement à la croissance à hauteur de 0,5 point au lieu d'une participation positive de 2 points.

Dans ce contexte, les données du deuxième trimestre relatives au marché du travail indiquent une perte nette de 589 mille emplois, dont les quatre cinquièmes au niveau de l'agriculture. En outre, près des deux tiers des personnes ayant préservé leurs emplois ont travaillé moins que d'habitude et le nombre moyen d'heures travaillées par semaine et par personne a reculé de 45 à 22 heures, une baisse ayant concerné essentiellement les secteurs non agricoles. Tenant compte d'un retrait net de 93 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage s'est aggravé de 8,1% à 12,3% globalement, de 11,7% à 15,6% dans les villes et de 3% à 7,2% dans les campagnes.

En ce qui concerne les échanges extérieurs, les données à fin juillet indiquent des reculs par rapport à la même période de 2019, de 17% des exportations et de 17,5% des importations ainsi qu'une atténuation, en conséquence, du déficit commercial, de 22,3 milliards de dirhams pour s'établir à 100,1 milliards de dirhams. Pour les autres principales rubriques du compte courant, la baisse des recettes de voyage s'est accentuée avec une baisse de 44,1% à fin juillet tandis que la diminution des transferts des MRE s'est limitée à 3,2%. Quant aux principales opérations financières, le flux net d'IDE s'est replié de 21,5% à 9 milliards de dirhams et celui des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 2,9 milliards pour se situer à 2,7 milliards de dirhams. Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib, tenant compte du tirage sur la LPL et des ressources extérieures mobilisées par le Trésor, leur encours a atteint 292,5 milliards de dirhams, à fin juillet 2020, représentant ainsi l'équivalent de 7 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des conditions monétaires, leur évolution continue d'être sensiblement impactées par les mesures d'assouplissement mises en place par BAM depuis le début de la crise (Cf. RPM de juin) dont les dernières ont consisté en une nouvelle réduction du taux directeur de 50 points de base et la libération intégrale du compte de réserve au profit des banques. Le besoin en liquidité de ces dernières s'est accentué à 95,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire et s'est davantage creusé à 102,7 milliards en moyenne en juillet, puis à 106,2 milliards en août. Par conséquent, Bank Al-Maghrib a augmenté significativement le montant de ses injections, les portant à 114,7 milliards de dirhams. Les conditions monétaires ont également été marquées, au deuxième trimestre, par un recul du taux débiteur moyen global de 29 points de base à 4,58%, reflétant essentiellement la réduction de 25 points de base du taux directeur opéré en mars dernier, ainsi que par une dépréciation du taux de change effectif. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son accroissement annuel est passé de 5,5% au premier trimestre à 6,2% au deuxième, recouvrant une accélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées de 7,2% à 10,1%, une reprise des concours aux entreprises publiques et un ralentissement de la croissance des crédits aux particuliers de 5,1% à 2,8%. Quant aux créances en souffrance, elles ont connu une hausse sensible ces derniers mois, avec un ratio au crédit bancaire passant de 7,8% en mars à 8,2% en juillet.

S'agissant des finances publiques, au regard de l'impact attendu de la pandémie du Covid-19, et outre les différentes mesures prises dans le cadre du Comité de veille économique, le Gouvernement a élaboré une loi de finances rectificative qui a été adoptée et publiée au bulletin officiel fin juillet. Elle table sur un creusement du déficit budgétaire à 7,6% du PIB, au lieu de 3,7% prévu initialement dans la loi de finances, avec comme principale hypothèse une croissance économique de -5% en 2020 au lieu de 3,7%. Pour ce qui est de l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2020, elle s'est soldée par un déficit de 46,5 milliards, contre 35,2 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 9 milliards du Fonds Covid-19. Cette évolution résulte principalement du recul de 6,5% à 158,5 milliards des recettes ordinaires, impactées par la baisse de 8,4% des rentrées fiscales, alors que les recettes non fiscales ont affiché une amélioration de 17,3%.

En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,3%, résultat essentiellement des augmentations de 7,2% de la masse salariale et de 8,3% des dépenses des autres biens et services. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 1,6 milliard, ce qui a porté le déficit de caisse à 48,1 milliards, contre 44,8 milliards à fin août 2019. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 32,8 milliards et par un flux net extérieur positif de 15,2 milliards. L'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 7,9% par rapport à son niveau à fin décembre 2019. Les conditions de financement du Trésor demeurent favorables avec une baisse des taux moyens pondérés des titres émis par adjudication arrêtés à fin juillet 2020.

Au niveau du marché des actifs, les prix de l'immobilier ont accusé une baisse trimestrielle de 3,3% au deuxième trimestre 2020 et le nombre de transactions a reculé de 42,8% sous l'effet particulièrement des restrictions mises en place dans le cadre de la lutte contre la pandémie du Covid-19.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 4,8% au deuxième trimestre, ramenant sa contreperformance annuelle à 16,5%, en lien notamment avec les hausses enregistrées par les indices des secteurs des télécommunications et des assurances de 9,4% et de 6,3% respectivement. A l'inverse, l'indice du secteur bancaire a affiché une nouvelle baisse trimestrielle de 4,2% après celle de 22,6% un trimestre auparavant. Quant au volume des échanges, il s'est établi à 12,8 milliards après 15,8 milliards un trimestre auparavant. Pour sa part, la capitalisation boursière a progressé d'un trimestre à l'autre de 4,1% à 523,9 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le PER s'est élevé à 19,5 contre 18,1 un trimestre auparavant.

Pour ce qui est de l'indice des prix à la consommation, après s'être accru de 1,4% au premier trimestre, il est resté stable, en comparaison annuelle, au deuxième trimestre avant de connaître une légère baisse de 0,1% en juillet. Cette baisse reflète l'accentuation du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils à 4,7% et le ralentissement de l'inflation sous-jacente à 0,7%. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont connu une atténuation de leur recul à 14,1% en lien avec l'orientation à la hausse des cours internationaux des produits pétroliers et les tarifs des produits réglementés ont vu leur rythme de progression s'accélérer à 1,2%, reflétant exclusivement l'augmentation de 8% des tarifs du transport routier de passagers.

En termes de perspectives, la pandémie du Covid-19 et les mesures de confinement mises en place à travers le monde devraient se traduire par la récession la plus profonde de l'économie mondiale depuis la grande dépression de la fin des années 20 du siècle dernier. Malgré la réouverture progressive et la levée des restrictions dans plusieurs pays, la croissance continuerait à pâtir d'un niveau exceptionnellement élevé d'incertitudes, liées à l'évolution de la pandémie et à ses impacts économiques et sociaux, ainsi qu'au rythme de la reprise.

Ainsi, l'économie américaine connaîtrait une contraction de 5,3%, avant de renouer avec la croissance en 2021 avec un taux de 4%. Dans la zone euro, la croissance serait de -9,1% en 2020 et se limiterait à 3,1% en 2021, freinée par la persistance des problèmes structurels et budgétaires dans plusieurs pays de la région. Déjà fragilisé par les problèmes post-Brexit, le Royaume-Uni connaîtrait une récession historique de 12,7% en 2020, suivie d'une amélioration modérée de 2,8% en 2021. Parallèlement, le chômage connaîtrait une nette hausse aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro, l'impact de cette pandémie resterait contenu, grâce essentiellement aux dispositifs

de maintien de l'emploi. Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine resterait positive en 2020 à la faveur des mesures de soutien budgétaire, avec un taux prévu à 0,8%, avant de rebondir à 7,5% en 2021. En revanche, le PIB chuterait de 4% en 2020 en Inde eu égard aux difficultés de maîtrise de la propagation du virus, avant de remonter de 8,5% en 2021.

Sur les marchés des matières premières, les prix du pétrole devraient ressortir en baisse en 2020, avec en particulier un cours moyen de 43,1 dollars le baril pour le Brent, en diminution de 32,7% d'une année à l'autre. Toutefois, sous l'effet notamment de la reprise attendue de la demande, les cours s'inscriraient en hausse, celui du Brent devant s'établir à 55,7 dollars le baril en 2021. De même pour les phosphates et dérivés, le prix du DAP en particulier devrait baisser de 7% à 285 dollars la tonne en moyenne cette année, avant de remonter à 295 dollars en 2021, alors que celui du brut reculerait à 78 dollars la tonne en 2020 puis s'élèverait à 81 dollars l'année suivante. Pour ce qui est des prix des produits alimentaires, ils devraient s'accroître de 0,6% en 2020 puis de 3,3% en 2021.

Dans ces conditions, l'inflation resterait faible dans les économies avancées en 2020, s'établissant dans la zone euro à des niveaux largement inférieurs à l'objectif de la BCE, soit 0,6% en 2020 et 1,4% en moyenne en 2021. Aux Etats-Unis, l'inflation ralentirait de 1,8% en 2019 à 1,1% en 2020 avant d'augmenter à 2,5% en moyenne en 2021.

Au niveau national, les perspectives de l'économie restent également entourées d'un niveau exceptionnellement élevé d'incertitudes liées à l'évolution de la pandémie, à l'ampleur de ses retombées ainsi qu'au rythme de la reprise de l'activité économique aussi bien au Maroc que chez ses principaux partenaires économiques.

Ainsi, au plan des comptes extérieurs, les exportations de biens devraient ressortir en baisse de 16,6% en 2020 avant d'augmenter de 22,4% en 2021. En parallèle, les importations de biens devraient se replier à 17,4%, freinées essentiellement par un allègement de la facture énergétique et un recul important des acquisitions de biens d'équipement et de consommation, avant de s'accroître de 17% en 2021. S'agissant des recettes de voyage, sous l'hypothèse du maintien de la fermeture quasi-totale des frontières jusqu'au premier trimestre 2021, elles diminueraient de 70% en 2020 et devraient plus que doubler sous un effet de base en 2021 tout en restant à un niveau faible, soit 49,1 milliards de dirhams. Pour leur part, les transferts des MRE, moins impactés par l'effet du Covid-19, accuseraient une baisse limitée de 5% à 61,5 milliards avant de progresser de 2,4% à 63 milliards en 2021. Sous l'hypothèse également d'entrées de dons de 7,2 milliards de dirhams en 2020 et de 2,6 milliards en 2021, le déficit du compte courant s'accroîtrait à 6% du PIB en 2020 avant de s'alléger à 5,2% en 2021. Concernant les entrées d'IDE, elles devraient reculer à l'équivalent de 1,5% du PIB en 2020, contre 2,9% du PIB en 2019, avant de revenir en 2021 au niveau moyen observé avant la crise, soit 3,2% du PIB.

Dans ces conditions, et tenant compte de l'effort de mobilisation des ressources extérieures, avec notamment deux sorties du Trésor prévues à l'international, l'une en 2020 et l'autre en 2021, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 294,7 milliards de dirhams en 2020 et à 289 milliards en 2021, soit l'équivalent de 6 mois et 27 jours et de 6 mois et 23 jours d'importations de biens et services respectivement. Tenant compte également de l'évolution prévue de la fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 82 milliards de dirhams à fin 2020 et à 109,8 milliards à fin 2021. Concernant les conditions monétaires, le taux de change effectif réel (TCER)

devrait se déprécier sur l'horizon de prévision, résultat d'une dépréciation en termes nominaux ainsi que d'une inflation domestique inférieure en moyenne à celle des pays partenaires et concurrents commerciaux. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des prévisions de la valeur ajoutée non agricole et de l'effet prévu du programme Intelaka ainsi que des mesures de soutien et de relance, il s'accroîtrait à un taux autour de 4% en 2020 et en 2021.

Sur le volet des finances publiques, tenant compte des données de la loi de finances rectificative adoptée fin juillet et des prévisions macroéconomiques de BAM, le déficit budgétaire, hors privatisation, se situerait à 7,9% du PIB en 2020 avant de s'atténuer à 5,1% en 2021.

Pâtissant de l'impact de la pandémie du Covid-19 et des conditions climatiques défavorables, l'économie nationale devrait connaître une contraction de 6,3% en 2020, avec un repli de 5,3% de la valeur ajoutée agricole et une chute de 6,3% de celle non agricole. Ce scénario est basé sur la même approche que celle retenue en juin avec un ajustement des hypothèses sous-jacentes pour tenir compte des données les plus récentes. Ainsi, la reprise de l'activité devrait être plus lente que prévu, tenant compte principalement des décisions du Gouvernement de la limitation de la capacité d'offre pour certaines activités. A cela s'ajoutent le retour à certaines mesures de restrictions locales ou sectorielles, suite à la recrudescence des infections, ainsi que la persistance d'un degré élevé d'incertitudes. De même, les frontières sont supposées restées quasi-totalement fermées pour les voyageurs jusqu'au premier trimestre 2021 au lieu du deuxième trimestre 2020. En 2021, portée notamment par un effet de base, la croissance rebondirait à 4,7%, avec une augmentation de 12,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière de 75 millions de quintaux, et une amélioration de 3,7% de celle non agricole.

Dans ce contexte, marqué par de faibles pressions émanant notamment de la demande, l'inflation terminerait l'année sur une moyenne de 0,4% et s'accélérait modérément à 1% en 2021. Sa composante sous-jacente se maintiendrait à des niveaux bas, soit 0,6% en 2020 et 0,7% en 2021, après s'être établie à 0,5% en 2019.

La balance des risques demeure orientée à la baisse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, l'accélération de la hausse des cas d'infection et une éventuelle nouvelle vague de la pandémie pourraient se traduire par un durcissement des restrictions imposées et par un ralentissement du rythme de la reprise. Sur le plan externe, l'avènement d'une deuxième vague d'infection et la mise en place de restriction plus fortes se traduiraient par une baisse de la demande étrangère et par conséquent de la croissance nationale. Des incertitudes élevées entourent également les projections d'inflation. Ces dernières dépendent fortement de l'ampleur du double choc d'offre et de demande induit par la pandémie, ainsi que du rythme et de la vigueur de la reprise. Les risques à la baisse domineraient en lien avec l'affaiblissement de la demande intérieure. Pour leur part, les pressions haussières sur les prix de certains produits pourraient émaner des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de la hausse des coûts de production.

## 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les données relatives au deuxième trimestre, période ayant connu les plus fortes restrictions sur les déplacements et sur les activités pour contenir la pandémie, confirment l'impact exceptionnel sur l'économie mondiale. En effet, la croissance s'est fortement contractée dans les économies avancées et dans les principales économies émergentes, à l'exception de la Chine où l'impact a concerné surtout le premier trimestre. Sur le marché du travail, la situation reste également défavorable, particulièrement aux Etats-Unis où le taux de chômage s'est situé à 8,4% en août.

Pour leur part, les marchés financiers ont connu en août une relative atténuation de l'aversion au risque, les principaux indices boursiers des économies avancées et émergentes ayant augmenté en lien notamment avec les mesures budgétaires et monétaires mises en place. Quant aux marchés des matières premières, le cours du pétrole a poursuivi sa hausse en août en raison principalement de l'accord des pays de l'OPEP+ sur la réduction de la production et de la diminution des stocks et de la production aux Etats-Unis. De même, les cours des produits hors énergie sont ressortis en accroissement en glissement annuel, tirés notamment par ceux des métaux et minerais. Concernant l'inflation, elle est restée à des niveaux faibles dans les économies avancées.

### 1.1 Activité économique et emploi

#### 1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, les mesures drastiques mises en place au deuxième trimestre ont induit une baisse sans précédent de la croissance. En effet, après une légère hausse enregistrée au premier trimestre, le PIB s'est contracté de 9,1% en glissement annuel en raison de la chute de la consommation des ménages et de l'investissement privé et ce, en dépit des aides financières du gouvernement, au profit aussi bien des ménages que des entreprises. Dans le même sens, l'économie de la zone euro a accusé une récession exceptionnelle, son PIB étant ressorti en contraction de 15% en glissement annuel au deuxième trimestre après une baisse de 3,1% un trimestre auparavant. Par pays, la croissance a baissé de 11,3% en Allemagne après un repli de 2,2% au premier trimestre, et de 18,9% en France contre un recul de 5,7%. En Espagne, le fléchissement a été plus important, avec une contraction du PIB de 22,1% après une baisse de 4,1%, et l'Italie a marqué une diminution de la croissance de 17,7% contre une baisse de 5,6% un trimestre auparavant. Pareillement, au Royaume-Uni, les données du deuxième trimestre font ressortir une forte contraction du PIB de 21,7% après celle de 1,7%, en lien principalement avec la baisse sensible de la consommation privée. Quant au Japon, le PIB s'est

contracté pour le troisième trimestre consécutif, avec un taux de 10%, sous l'effet particulièrement du repli de la consommation privée et des exportations nettes.

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

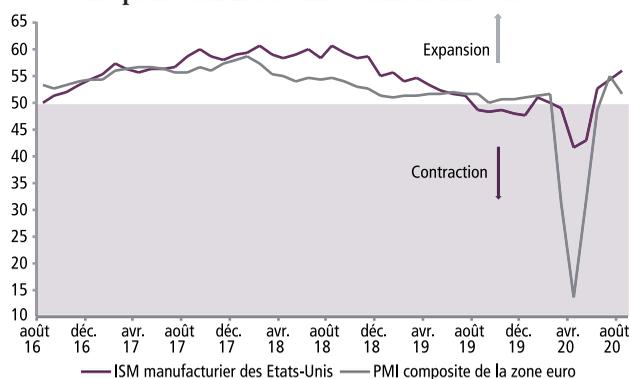
|                       | 2017 |     | 2018 |      |      | 2019 |      |     | 2020 |      |       |
|-----------------------|------|-----|------|------|------|------|------|-----|------|------|-------|
|                       | T4   | T1  | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3  | T4   | T1   | T2    |
| <b>Pays avancés</b>   |      |     |      |      |      |      |      |     |      |      |       |
| <b>Etats-Unis</b>     | 2,7  | 3,1 | 3,3  | 3,1  | 2,5  | 2,3  | 2,0  | 2,1 | 2,3  | 0,3  | -9,1  |
| <b>Zone euro</b>      | 3,0  | 2,6 | 2,2  | 1,6  | 1,2  | 1,4  | 1,3  | 1,4 | 1,0  | -3,1 | -15,0 |
| France                | 3,1  | 2,4 | 1,9  | 1,6  | 1,4  | 1,8  | 1,8  | 1,6 | 0,8  | -5,7 | -18,9 |
| Allemagne             | 3,6  | 2,2 | 2,0  | 0,8  | 0,3  | 1,1  | 0,1  | 0,8 | 0,4  | -2,2 | -11,3 |
| Italie                | 1,9  | 1,3 | 0,9  | 0,5  | 0,1  | 0,3  | 0,4  | 0,5 | 0,1  | -5,6 | -17,7 |
| Espagne               | 3,0  | 2,8 | 2,3  | 2,2  | 2,1  | 2,2  | 2,0  | 1,9 | 1,8  | -4,1 | -22,1 |
| <b>Royaume-Uni</b>    | 1,6  | 1,1 | 1,3  | 1,6  | 1,4  | 2,0  | 1,4  | 1,3 | 1,1  | -1,7 | -21,7 |
| <b>Japon</b>          | 2,6  | 0,9 | 1,0  | -0,4 | -0,3 | 0,8  | 0,9  | 1,7 | -0,7 | -2,0 | -10,0 |
| <b>Pays émergents</b> |      |     |      |      |      |      |      |     |      |      |       |
| <b>Chine</b>          | 6,8  | 6,9 | 6,9  | 6,7  | 6,5  | 6,4  | 6,2  | 6,0 | 6,0  | -6,8 | 3,2   |
| <b>Inde</b>           | 7,1  | 7,6 | 7,0  | 6,1  | 5,6  | 5,6  | 4,8  | 4,3 | 3,5  | 3,0  | -22,8 |
| <b>Brésil</b>         | 2,4  | 1,5 | 1,1  | 1,5  | 1,2  | 0,6  | 1,1  | 1,2 | 1,7  | -0,3 | -11,4 |
| <b>Turquie</b>        | 7,3  | 7,4 | 5,6  | 2,3  | -2,8 | -2,3 | -1,6 | 1,0 | 6,0  | 4,4  | -9,9  |
| <b>Russie</b>         | 1,0  | 2,2 | 2,6  | 2,5  | 2,8  | 0,4  | 1,1  | 1,5 | 2,1  | 1,6  | -8,5  |

Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, les données du deuxième trimestre font état d'un début de redressement de la situation économique en Chine avec une croissance de 3,2% après une contraction de 6,8% un trimestre auparavant, stimulé par un rebond de la demande globale après l'allègement des restrictions. En revanche, l'activité économique en Inde, deuxième pays le plus touché par la pandémie dans le monde, a accusé un recul historique avec un PIB en contraction de 22,8% après une hausse de 3%, reflétant principalement la baisse de l'investissement et des dépenses privées. Parallèlement, le PIB s'est replié de 11,4% au Brésil après un léger recul de 0,3% au premier trimestre, freiné par la baisse de la valeur ajoutée des secteurs des services et manufacturier. De même, le PIB a fléchi de 8,5% en Russie contre une hausse de 1,6% un trimestre auparavant, traduisant notamment la chute des cours du pétrole et la contraction sensible du secteur tertiaire.

S'agissant des indicateurs de haute fréquence, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis s'est inscrit en hausse pour le quatrième mois consécutif, s'établissant à 56 points en août contre 54,2 en juillet. A l'inverse, l'indice PMI composite de la zone euro a baissé à 51,9 en août après 54,9 en juillet.

**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, la pandémie du Covid-19 continue de peser lourdement sur l'emploi, particulièrement dans les pays avancés. Aux Etats-

Unis, tout en restant à des niveaux élevés, le taux de chômage est revenu de 10,2% en juillet à 8,4% en août. Cette baisse s'est accompagnée d'une création de 1,4 million d'emplois, contre 1,7 millions un mois auparavant. Dans la zone euro, le taux de chômage a augmenté d'un mois à l'autre de 7,7% à 7,9%. A l'exception de l'Espagne où il a stagné à 15,8%, ce taux s'est accru de 6,6% à 6,9% en France, de 4,3% à 4,4% en Allemagne et de 9,3% à 9,7% en Italie. Au Royaume-Uni, les données les plus récentes datant du mois de mai font ressortir une stagnation de ce taux à 3,9%.

**Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage**

| (En%)              | 2018       | 2019       | 2020        |             |            |
|--------------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|
|                    |            |            | juin        | juillet     | août       |
| <b>Etats-Unis</b>  | <b>3,9</b> | <b>3,7</b> | <b>11,1</b> | <b>10,2</b> | <b>8,4</b> |
| <b>Zone euro</b>   | <b>8,2</b> | <b>7,6</b> | <b>7,7</b>  | <b>7,9</b>  | <b>N.D</b> |
| France             | 9,1        | 8,5        | 6,6         | 6,9         | N.D        |
| Allemagne          | 3,4        | 3,2        | 4,3         | 4,4         | N.D        |
| Italie             | 10,6       | 10,0       | 9,3         | 9,7         | N.D        |
| Espagne            | 15,3       | 14,1       | 15,8        | 15,8        | N.D        |
| <b>Royaume-Uni</b> | <b>4,0</b> | <b>3,8</b> | <b>N.D</b>  | <b>N.D</b>  | <b>N.D</b> |

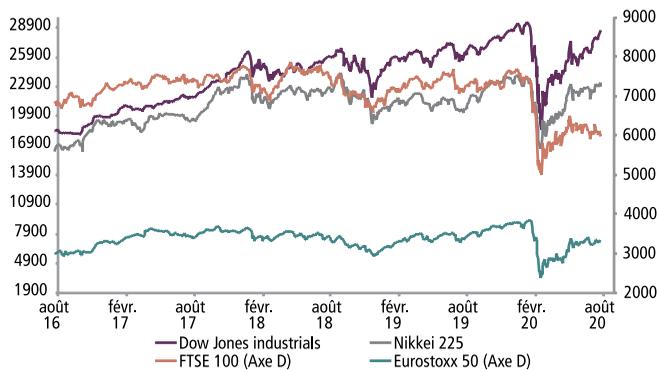
Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

Les marchés boursiers ont globalement poursuivi leur redressement, réagissant favorablement aux mesures budgétaires et monétaires ainsi qu'au rebond de l'activité aux premiers mois du 3ème trimestre et ce, bien que l'évolution du virus au niveau mondial reste préoccupante. Leur performance reste toutefois largement déconnectée par rapport à l'évolution de l'économie réelle. Le Dow Jones industriels s'est apprécié, entre juillet et août, de 5,4% et le Nikkei 225 de 1,4% alors que l'EuroStoxx 50 est ressorti en quasi-stagnation et le FTSE 100 en repli de 1,5%. Pour ce qui est de la volatilité, elle s'est atténuée aussi bien pour les actions américaines qu'européennes. Au mois d'août, le VIX et le VSTOXX ont de nouveau reculé, s'établissant à 23,7 et 22,7 respectivement après des pics de près de 57,7 en mars dernier.

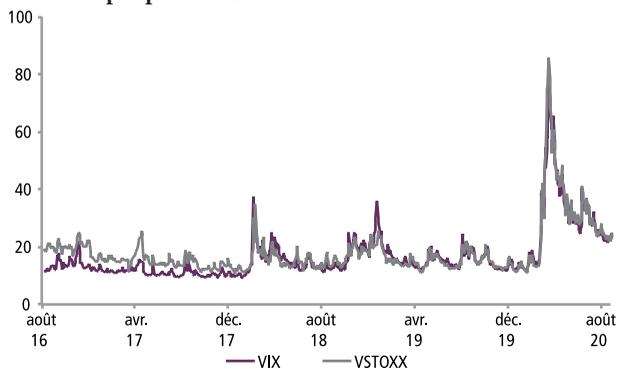
Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 3,4% en août, avec des augmentations de 3,1% pour la Chine, de 5,4% pour l'Inde, une quasi-stagnation pour le Brésil et une forte baisse de 11,7% pour la Turquie.

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



Source : Thomson Reuters.

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



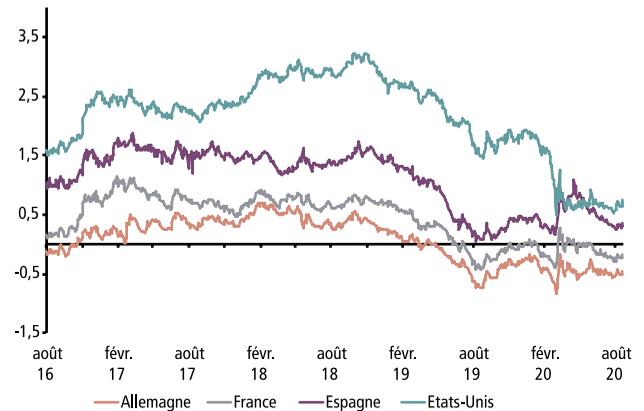
Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires, le rendement des obligations souveraines à 10 ans des principales économies avancées est demeuré pour la plupart inchangé entre juillet et août. Il s'est ainsi situé à 0,6% pour les Etats-Unis, à -0,5% pour l'Allemagne et à -0,2% pour la France. Il a en revanche poursuivi sa détente, reculant de 8 pb à 0,3% pour l'Espagne et de 16 pb à 0,9% pour l'Italie.

S'agissant des principales économies émergentes, à l'exception de la Chine pour qui une stagnation a été enregistrée, le taux de rendement souverain à 10 ans a

augmenté de 17 pb à 6% pour l'Inde, de 50 pb à 6,8% pour le Brésil et de 162 pb à 13,8% pour la Turquie.

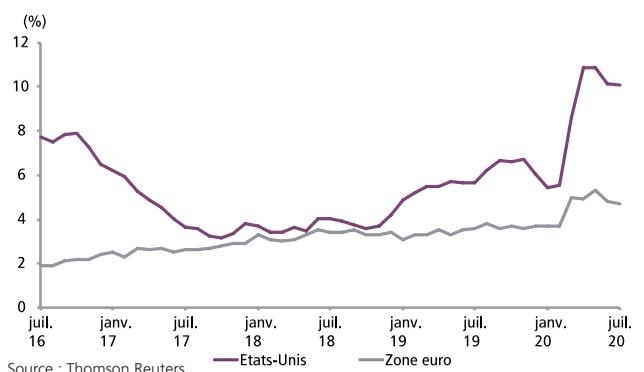
**Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans**



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, le Libor à 3 mois s'est quasiment stabilisé à 0,3% en août, alors que l'Euribor de même maturité a diminué de -0,4% à -0,5%. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression a légèrement décéléré, passant de 10,2% en juin à 10,1% en juillet aux Etats-Unis et de 4,8% à 4,7% dans la zone euro.

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

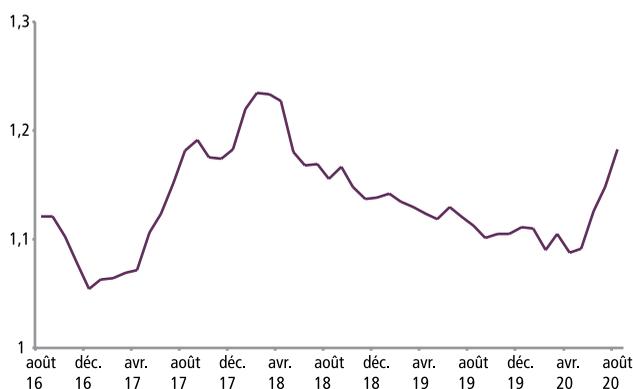


Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de changes, l'euro s'est renforcé entre juillet et août de 3% face au dollar, s'établissant à 1,18 dollar, et de 2,4% vis-à-vis du yen japonais. Il est toutefois demeuré quasi-stable par rapport à la livre sterling. Concernant les monnaies des principaux pays émergents, elles ont affiché des évolutions disparates contre le dollar, avec une appréciation de 1,1% pour le yuan chinois, une stagnation pour la roupie indienne et

des dépréciations de 3,3% pour le real brésilien et de 5,9% 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, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 10 septembre, de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et de poursuivre ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) à un montant total de 1.350 milliards d'euros et ce, au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'elle juge que la crise est passée. Concernant son programme d'achat d'actifs, elle a indiqué que ses achats nets se poursuivront au rythme mensuel de 20 milliards d'euros ainsi que ceux sous l'enveloppe temporaire supplémentaire de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année. Elle continuera également à fournir une liquidité abondante via ses opérations de refinancement.

Pour sa part, la FED a décidé, lors de sa réunion des 15 et 16 septembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%] et 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 de son 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 a indiqué qu'elle augmentera ses avoirs 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 favorables, soutenant ainsi le flux de crédit aux ménages et aux entreprises. La FED a de nouveau réitéré qu'elle s'engage à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie en ces temps difficiles. Il est à noter que le nouveau cadre de politique monétaire de la FED a été dévoilé lors du symposium de Jackson Hole en août dernier (Encadré 1.1).

Quant à la Banque d'Angleterre, son Comité de politique monétaire a décidé, le 16 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur à 0,1% et de poursuivre son programme d'achats d'obligations notées « investment-grade » du gouvernement britannique et d'entreprises non financières britanniques de 745 milliards de livres sterling.

Au niveau des principaux pays émergents, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, lors de sa réunion du 6 août, de maintenir inchangé à 4% son taux directeur dans le cadre de la facilité d'ajustement de liquidité. Elle a, en parallèle, indiqué qu'elle poursuivra son orientation accommodante aussi longtemps que nécessaire pour relancer la croissance et atténuer l'impact de la pandémie sur l'économie et ce, tout en s'assurant que l'inflation demeure proche de sa cible.

Pour sa part, la Banque centrale du Brésil a maintenu, le 16 septembre, son taux directeur à 2%. Elle a indiqué que cette décision tient compte des perspectives de l'inflation selon son scénario de base ainsi que d'une variation plus élevée que d'habitude de la balance des risques. Celle-ci est également cohérente avec la convergence de l'inflation vers son objectif sur l'horizon de prévision.

De son côté, la Banque centrale de Russie a décidé, à l'issue de sa réunion du 18 septembre, de garder inchangé son taux directeur à 4,5%, tout en indiquant qu'elle examinera la nécessité d'une nouvelle réduction lors des prochaines réunions si la situation évolue conformément aux prévisions du scénario de base.

## Encadré 1.1 : Révision du cadre de politique monétaire de la FED

A l'occasion de la 44<sup>ème</sup> édition du Symposium de Jackson Hole, qui s'est tenue les 27 et 28 août 2020, le Président de la FED, M. Jerome Powell, a dévoilé les résultats du premier examen public du cadre de la politique monétaire. Cette révision, qui a duré environ un an et demi, a pour objectif d'évaluer la stratégie, les outils et la communication de politique monétaire par rapport aux objectifs d'emploi maximal et de stabilité des prix.

Le nouveau cadre de politique monétaire reconnaît explicitement les défis posés par des taux d'intérêt proches de la borne inférieure effective pour une longue période. En réduisant les marges pour soutenir l'économie, la borne inférieure augmente les risques à la baisse pour l'emploi et l'inflation. Pour contrer ces risques, la FED a indiqué qu'elle est prête à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie.

En ce qui concerne le volet emploi, le nouveau cadre souligne que l'emploi maximal est dorénavant un objectif large et inclusif. La révision indique que la décision de politique monétaire sera basée sur les « évaluations des déficits d'emploi par rapport à son niveau maximal » plutôt que par les « écarts par rapport à son niveau maximal » comme l'indique l'ancien cadre. Le passage aux « déficits d'emplois » signifie que désormais l'emploi peut atteindre ou dépasser son niveau maximal sans susciter de préoccupations, à moins qu'il ne s'accompagne de signes d'augmentation indésirable de l'inflation ou de l'apparition d'autres risques susceptibles d'entraver l'atteinte des objectifs.

Au niveau du volet stabilité des prix, l'objectif à plus long terme reste un taux d'inflation de 2%. Cependant, si l'inflation passe au-dessous de 2% après un ralentissement économique mais ne dépasse jamais 2% même lors de la reprise, alors, avec le temps, elle restera en moyenne inférieure à 2%. Par conséquent, les anticipations d'inflation auraient tendance à se situer au-dessous de l'objectif et à faire baisser l'inflation observée. Pour éviter cette dynamique défavorable, la nouvelle stratégie indique que la FED cherchera à atteindre une inflation de 2% en moyenne au fil du temps. Ainsi, après des périodes où l'inflation a été inférieure à 2%, une politique monétaire appropriée visera probablement à atteindre une inflation légèrement supérieure à 2% pendant un certain temps. De plus, en cherchant à atteindre une inflation moyenne de 2% au fil du temps, la FED ne s'attache pas à une formule mathématique particulière qui définit la moyenne. Cette nouvelle approche pourrait être considérée comme une forme flexible de ciblage d'une inflation moyenne.

La FED a estimé que la mise en place d'un examen du cadre de politique monétaire à intervalles réguliers est une pratique institutionnelle, qui permettrait d'améliorer la transparence et la responsabilité. Ainsi, elle devrait entreprendre un examen public approfondi de sa stratégie, de ses outils et de ses pratiques de communication en matière de politique monétaire environ tous les 5 ans.

A l'instar de la FED, la BCE a lancé une évaluation de sa stratégie de politique monétaire avec la participation de toutes les parties prenantes. Elle portera notamment sur la formulation quantitative de la stabilité des prix, la gamme des instruments de politique monétaire, les analyses économiques et monétaires, les modes de communication, la stabilité financière, l'emploi et le développement durable. Cette évaluation, qui est censée être achevée fin 2020, a été reportée jusqu'à mi-2021 en raison de la pandémie du Covid-19. La Banque du Canada est également en cours de réexamen de sa stratégie de politique monétaire et ce, dans le cadre du renouvellement en 2021 de l'entente avec le gouvernement fédéral sur la cible de l'inflation.

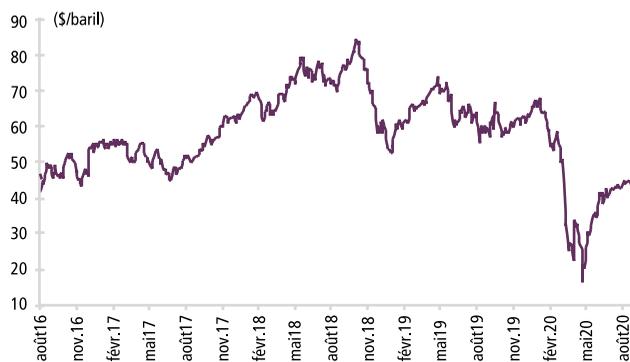
## 1.3 Prix des matières premières et inflation

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, les cours ont poursuivi leur augmentation en août avec en particulier une hausse mensuelle de 4,1% du prix moyen du Brent à 45,1 dollars le baril en moyenne. Cette évolution s'explique notamment par le maintien par les pays de l'OPEP+, à l'issue de leur réunion du 19 août, de leur accord de réduction de la production de pétrole, et par la baisse des stocks et de la production aux Etats-Unis. En glissement annuel, le cours du Brent reste en baisse de 24,4% en août.

Pour le gaz naturel, le prix sur le marché européen s'est établi à 2,86 dollars le mBTU<sup>1</sup> en août, soit une hausse de 58,8% en glissement mensuel, contre une nette baisse de 22,2% en variation annuelle.

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



Source : Thomson Reuters.

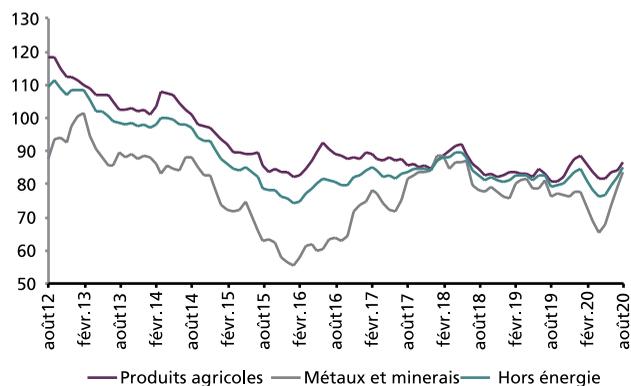
### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des produits hors énergie ont augmenté en août de 7,4% en glissement annuel, tirés principalement par ceux des métaux et minerais. Ces derniers ayant marqué une hausse de 9,8%, alors que les prix des produits agricoles se sont accrus de 7,2%. S'agissant du blé dur, son prix est resté inchangé à 198,4 dollars

<sup>1</sup> mBTU : Million de British Thermal Unit.

la tonne d'un mois à l'autre, et s'est accru de 9,5% en variation annuelle.

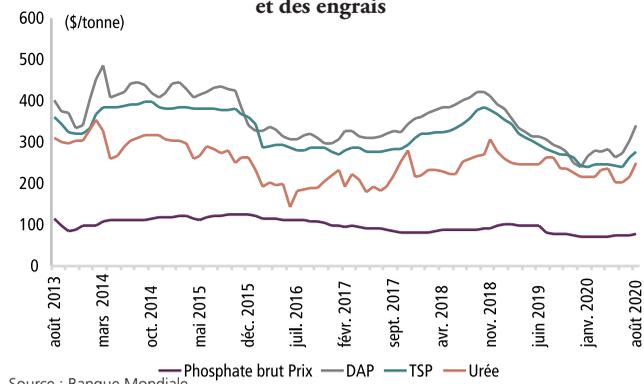
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et engrais, les prix ont globalement augmenté en août, de 2,5% pour le phosphate brut à 77\$/t, de 12,1% pour le DAP à 342\$/t, de 5,4% pour le TSP à 276\$/t et de 16,4% pour l'Urée à 249\$/t, alors que le cours du chlorure de potassium a stagné à 202,5\$/t. En glissement annuel, les cours ont enregistré des replis de 1,4% pour le phosphate brut, de 5% pour l'Urée et de 23,7% pour le Chlorure de potassium, contre des hausses de 0,8% pour le DAP et de 7,7% pour le TSP

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



Source : Banque Mondiale.

### 1.3.3 Inflation

Aux Etats-Unis, l'inflation a poursuivi sa hausse pour atteindre 1,3% en août après 1% en juillet. Dans la zone euro, une première estimation de l'inflation montre

qu'elle est passée en territoire négatif en août pour la première fois depuis mai 2016. Elle s'est ainsi établie à -0,2% en août après 0,4% en juillet. Cette évolution reflète des baisses de 0,9% à 0,2% en France, de 0% à -0,1% en Allemagne, de 0,8% à -0,5% en Italie et de -0,7% à -0,6% en Espagne.

Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation s'est accélérée de 0,6% en juin à 1% en juillet au Royaume-Uni et de 0,1% à 0,3% au Japon.

Au niveau des principaux pays émergents, elle a augmenté de 3,2% en juin à 3,4% en juillet en Russie, de 2,5% à 2,7% en Chine, de 2,1% à 2,3% au Brésil, et de 6,2% à 6,9% en Inde.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

|                    | 2018       | 2019       | 2020       |            |             |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
|                    |            |            | juin       | juillet    | août        |
| <b>Etats-Unis</b>  | <b>2,4</b> | <b>1,8</b> | <b>0,6</b> | <b>1,0</b> | <b>1,3</b>  |
| <b>Zone Euro</b>   | <b>1,8</b> | <b>1,2</b> | <b>0,3</b> | <b>0,4</b> | <b>-0,2</b> |
| Allemagne          | 1,9        | 1,4        | 0,8        | 0,0        | -0,1        |
| France             | 2,1        | 1,3        | 0,2        | 0,9        | 0,2         |
| Espagne            | 1,7        | 0,8        | -0,3       | -0,7       | -0,6        |
| Italie             | 1,2        | 0,6        | -0,4       | 0,8        | -0,5        |
| <b>Royaume-Uni</b> | <b>2,5</b> | <b>1,8</b> | <b>0,6</b> | <b>1,0</b> | <b>N.D</b>  |
| <b>Japon</b>       | <b>1,0</b> | <b>0,5</b> | <b>0,1</b> | <b>0,3</b> | <b>N.D</b>  |

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données provisoires des échanges extérieurs à fin juillet 2020 indiquent une forte baisse d'une année à l'autre des échanges extérieurs avec un recul de 50,9 milliards des importations et de 28,6 milliards des exportations. Le déficit commercial s'est établi à 100,1 milliards et le taux de couverture a progressé de 57,9% à 58,3%. Le recul des recettes de voyage entamé en avril s'est accentué à 44,1%, alors que le repli des transferts des MRE est ressorti à 3,2%. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a diminué de 21,5% à 9 milliards et celui des investissements directs des marocains à l'étranger est revenu à 2,7 milliards de dirhams après 5,6 milliards sur la même période de 2019. Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib, leur encours a atteint 292,5 milliards de dirhams à fin juillet 2020, représentant l'équivalent de 7 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

Les exportations ont accusé à fin juillet 2020 un recul de 17% par rapport à la même période un an auparavant et qui a concerné l'ensemble des secteurs. En particulier, les ventes du secteur automobile se sont repliées de 28,7% à 32,8 milliards de dirhams, incluant des baisses de 35,3% pour le segment construction, de 35% pour la branche du câblage et de 23,3% pour celle de l'« intérieur de véhicules et sièges ».

Les ventes du secteur du textile et cuir ont reculé de 29,5% à 15,9 milliards et celles du secteur aéronautique ont baissé de 21,2% à 7,6 milliards. Dans le même sens, les exportations des produits agricoles et agro-alimentaires ont diminué de 4,7% à 36,5 milliards, tirée essentiellement par une régression de 6,4% des ventes de l'industrie alimentaire, celles des produits agricoles ayant connu une quasi-stagnation. Concernant les exportations des phosphates et dérivés, elles se sont inscrites en baisse de 4,2% à 28,8 milliards de dirhams, en relation principalement avec un repli de 33,2% des ventes de l'acide phosphorique, résultat d'un recul de 22,6% du volume expédié et de 13,7% du prix unitaire à l'export. A l'inverse, les exportations des engrais ont affiché une hausse de 10,3%, en lien avec l'augmentation de 33,9% des quantités. Les ventes du secteur électronique et électricité ont, pour leur part, diminué de 5,6% à 5,6 milliards, avec notamment un recul de 34% pour les composants électroniques.

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

| Secteurs/Segments                      | janv.-<br>juil.<br>2020* | janv.-<br>juil.<br>2019 | Variations     |              |
|--|--------------------------|-------------------------|----------------|--------------|
|  |                          |                         | En valeur      | En %         |
| <b>Exportations</b>                    | <b>140 000</b>           | <b>168 601</b>          | <b>-28 601</b> | <b>-17,0</b> |
| <b>Automobile</b>                      | <b>32 758</b>            | <b>45 913</b>           | <b>-13 155</b> | <b>-28,7</b> |
| Construction                           | 12 798                   | 19 790                  | -6 992         | -35,3        |
| Câblage                                | 12 059                   | 18 565                  | -6 506         | -35,0        |
| Intérieur véhicules et sièges          | 3 415                    | 4 452                   | -1 037         | -23,3        |
| <b>Textile et Cuir</b>                 | <b>15 895</b>            | <b>22 536</b>           | <b>-6 641</b>  | <b>-29,5</b> |
| Vêtements confectionnés                | 9 407                    | 14 407                  | -5 000         | -34,7        |
| Articles de bonneterie                 | 2 982                    | 4 407                   | -1 425         | -32,3        |
| Chaussures                             | 1 374                    | 1 735                   | -361           | -20,8        |
| <b>Autres industries</b>               | <b>11 037</b>            | <b>13 611</b>           | <b>-2 574</b>  | <b>-18,9</b> |
| <b>Aéronautique</b>                    | <b>7 633</b>             | <b>9 692</b>            | <b>-2 059</b>  | <b>-21,2</b> |
| EWIS                                   | 2 670                    | 4 249                   | -1 579         | -37,2        |
| Assemblage                             | 4 927                    | 5 397                   | -470           | -8,7         |
| <b>Agriculture et Agro-alimentaire</b> | <b>36 532</b>            | <b>38 318</b>           | <b>-1 786</b>  | <b>-4,7</b>  |
| Industrie alimentaire                  | 18 629                   | 19 898                  | -1 269         | -6,4         |
| Agriculture, sylviculture, chasse      | 17 150                   | 17 260                  | -110           | -0,6         |
| <b>Phosphates et dérivés</b>           | <b>28 823</b>            | <b>30 100</b>           | <b>-1 277</b>  | <b>-4,2</b>  |
| <b>Electronique</b>                    | <b>5 609</b>             | <b>5 942</b>            | <b>-333</b>    | <b>-5,6</b>  |
| Composants électroniques               | 1 674                    | 2 538                   | -864           | -34,0        |
| Electronique de spécialité             | 2 037                    | 1 297                   | 740            | 57,1         |
| <b>Autres extractions minières</b>     | <b>1 713</b>             | <b>2 489</b>            | <b>-776</b>    | <b>-31,2</b> |

\*Données provisoires.

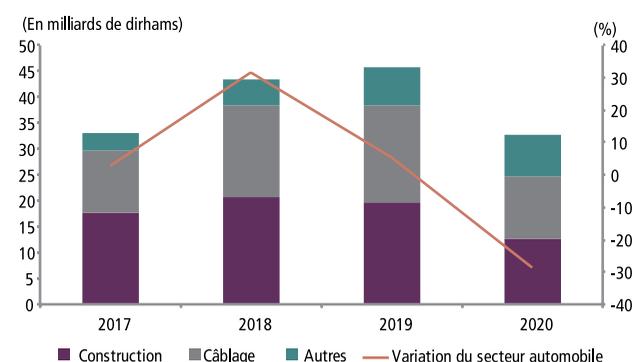
Source : Office des Changes.

**Tableau 2.2 : Evolution des exportations de phosphates et dérivés (en glissement annuel, en %)\***

|                               | janv.-juil. 2020/janv.-juil. 2019 |          |       |
|-------------------------------|-----------------------------------|----------|-------|
|                               | Valeur                            | Quantité | Prix  |
| Phosphates brut               | -0,9                              | 5,5      | -6,1  |
| Engrais naturels et chimiques | 10,3                              | 33,9     | -17,7 |
| Acide phosphorique            | -33,2                             | -22,6    | -13,7 |

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

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

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

## 2.1.2 Importations

En parallèle, les importations ont connu une baisse de 17,5%, reflétant essentiellement le recul des achats de produits finis de consommation de 24,8% à 49,6 milliards, tiré par celle de 41,2% des voitures de tourisme et de 34,6% des acquisitions des « parties et pièces pour voitures de tourisme ». La facture énergétique s'est, pour sa part, allégée de 31,6% à 30,9 milliards, en lien principalement avec les replis des achats de 37,1% pour le gas-oils et fuel-oils, sous l'effet principalement du reflux de 29,3% du prix à l'import, et de 52,5% pour l'huile de pétrole et lubrifiants, lié à une diminution de 50,7% du volume importé. En outre, les importations des « houilles; cokes et combustibles solides similaires » ont accusé une baisse de 17,7%, suite au recul de 19,1% de leur prix.

De même, les acquisitions de biens d'équipement ont baissé de 18,5% à 61,3 milliards de dirhams, traduisant notamment une régression de 6,9 milliards des importations d'« avions et autres véhicules aériens ».

Les achats des demi-produits ont diminué de 16,6% à 51,9 milliards et celles des produits bruts de 17,8% à 11,3 milliards de dirhams, suite principalement à une diminution de 44% des acquisitions du soufre brut. A l'inverse, les importations de produits alimentaires ont progressé de 23,2% à 35 milliards, reflétant notamment des hausses des approvisionnements en blé de 44,4% à 8,6 milliards de dirhams et en orge à 1,8 milliard de dirhams.

**Tableau 2.3 : Evolution des importations (en millions de dirhams)**

| Groupements d'utilisation                                | janv.-juil. 2020* | janv.-juil. 2019 | Variations     |              |
|--|-------------------|------------------|----------------|--------------|
|  |                   |                  | En valeur      | En %         |
| <b>Importations CAF</b>                                  | <b>240 078</b>    | <b>290 988</b>   | <b>-50 910</b> | <b>-17,5</b> |
| <b>Produits énergétiques</b>                             | <b>30 927</b>     | <b>45 221</b>    | <b>-14 294</b> | <b>-31,6</b> |
| Gas-oils et fuel-oils                                    | 14 194            | 22 571           | -8 377         | -37,1        |
| Huiles de pétrole et lubrifiants                         | 2 219             | 4 670            | -2 451         | -52,5        |
| Gaz de pétrole et autres hydrocarbures                   | 7 511             | 8 755            | -1 244         | -14,2        |
| <b>Produits finis de consommation</b>                    | <b>49 605</b>     | <b>65 974</b>    | <b>-16 369</b> | <b>-24,8</b> |
| Voitures de tourisme                                     | 6 697             | 11 396           | -4 699         | -41,2        |
| Parties et pièces pour voitures de tourisme              | 6 964             | 10 646           | -3 682         | -34,6        |
| Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles   | 3 892             | 5 246            | -1 354         | -25,8        |
| <b>Biens d'équipement</b>                                | <b>61 298</b>     | <b>75 174</b>    | <b>-13 876</b> | <b>-18,5</b> |
| Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux           | 99                | 7 043            | -6 944         | -98,6        |
| Fils et câbles pour l'électricité                        | 3 460             | 5 493            | -2 033         | -37,0        |
| Appareils de coupure ou de connexion des circuits élect. | 4 604             | 5 604            | -1 000         | -17,8        |
| <b>Demi produits</b>                                     | <b>51 936</b>     | <b>62 282</b>    | <b>-10 346</b> | <b>-16,6</b> |
| Matières plastiques et ouvrages divers en plastique      | 7 155             | 8 563            | -1 408         | -16,4        |
| Fils, barres, et profilés en cuivre                      | 2 117             | 3 150            | -1 033         | -32,8        |
| <b>Produits bruts</b>                                    | <b>11 271</b>     | <b>13 713</b>    | <b>-2 442</b>  | <b>-17,8</b> |
| Soufres bruts et non raffinés                            | 2 570             | 4 586            | -2 016         | -44,0        |
| Bois bruts, équarris ou sciés                            | 1 193             | 1 735            | -542           | -31,2        |
| <b>Produits alimentaires</b>                             | <b>35 033</b>     | <b>28 435</b>    | <b>6 598</b>   | <b>23,2</b>  |
| Blé  | 8 625             | 5 974            | 2 651          | 44,4         |
| Orge   | 1 810             | 358              | 1 452          | -            |

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire a diminué de 27,8% à 35,6 milliards

de dirhams, suite à un repli de 27,7 milliards des exportations à 77 milliards, plus important que celui de 14 milliards des importations à 41,5 milliards de dirhams. En particulier, et avec le maintien de la fermeture des frontières, la tendance baissière des recettes de voyage s'accroît avec un recul de 44,1% et les dépenses au même titre ont diminué de 48,4%.

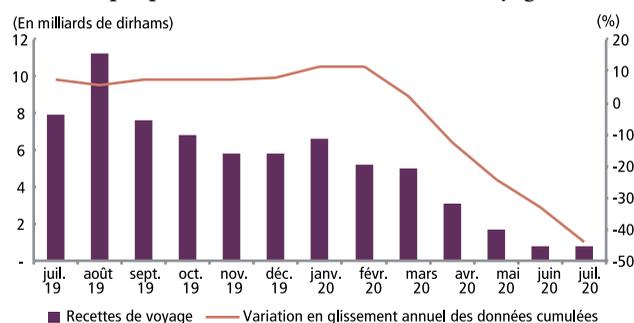
**Tableau 2.4 : Evolution des principaux produits énergétiques à l'import (en glissement annuel, en %)\***

|   | janv.-juil. 2020/janv.-juil. 2019 |          |       |
|---|-----------------------------------|----------|-------|
|   | Valeur                            | Quantité | Prix  |
| Gas-oils et fuel-oils                               | -37,1                             | -11,0    | -29,3 |
| Gaz de pétrole et autres hydrocarbures              | -14,2                             | -3,6     | -11,0 |
| Houilles; coques et combustibles solides similaires | -17,7                             | 1,8      | -19,1 |
| Huiles de pétrole et lubrifiants                    | -52,5                             | -50,7    | -3,7  |
| Essence de pétrole                                  | -40,8                             | -17,2    | -28,6 |

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

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

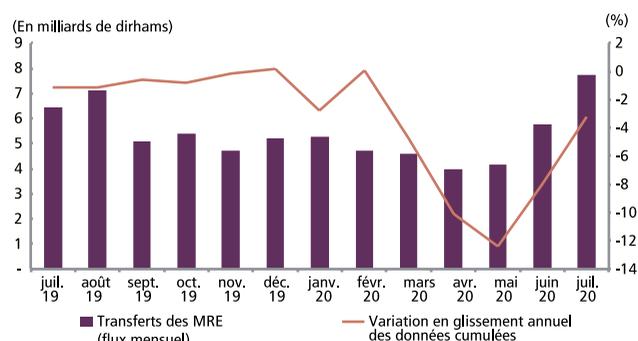


\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, ils se sont largement améliorés durant les deux derniers mois pour atteindre 36,1 milliards de dirhams, ramenant leur baisse de 11,3% à fin mai à 3,2% à fin juillet.

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



\*Données provisoires

Source : Office des Changes.

**Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services (en millions de dirhams)**

|                     | janv.-juil. 2020* | janv.-juil. 2019 | Variations     |              |
|---------------------|-------------------|------------------|----------------|--------------|
|                     |                   |                  | en valeur      | en %         |
| <b>Importations</b> | <b>41 468</b>     | <b>55 438</b>    | <b>-13 970</b> | <b>-25,2</b> |
| <b>Exportations</b> | <b>77 036</b>     | <b>104 708</b>   | <b>-27 672</b> | <b>-26,4</b> |
| <b>Solde</b>        | <b>35 568</b>     | <b>49 270</b>    | <b>-13 702</b> | <b>-27,8</b> |

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

## 2.3 Compte financier

Quant aux opérations financières, le flux net d'IDE a diminué de 21,5% à 9 milliards de dirhams, avec des reculs de 26,4% à 15 milliards des recettes et de 32,7% à 6 milliards des dépenses de même nature. En parallèle, le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a baissé de 2,9 milliards pour s'établir 2,7 milliards de dirhams, sous l'effet d'un recul de 1,8 milliard de dirhams des dépenses et d'une hausse de 1,2 milliard des recettes.

À fin juillet 2020, l'encours des avoirs officiels de réserve ressort à 292,5 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 7 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

**Tableau 2.6 : Evolution des investissements directs (en millions de dirhams)**

|   | janv.-juil. 2020* | janv.-juil. 2019 | Variations    |              |
|---|-------------------|------------------|---------------|--------------|
|   |                   |                  | en valeur     | en %         |
| <b>Investissements directs étrangers</b>          | <b>9 020</b>      | <b>11 497</b>    | <b>-2 477</b> | <b>-21,5</b> |
| Recettes  | 15 008            | 20 394           | -5 386        | -26,4        |
| Dépenses  | 5 988             | 8 897            | -2 909        | -32,7        |
| <b>Investissements des marocains à l'étranger</b> | <b>2 724</b>      | <b>5 644</b>     | <b>-2 920</b> | <b>-51,7</b> |
| Dépenses  | 4 921             | 6 687            | -1 766        | -26,4        |
| Recettes  | 2 197             | 1 043            | 1 154         | -            |

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

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

Au cours du deuxième trimestre 2020, les conditions monétaires ont été marquées par la poursuite de la baisse des taux débiteurs et par une dépréciation du taux de change effectif. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, il a progressé, en rythme annuel, de 6,2% contre 5,5% un trimestre auparavant, recouvrant une accélération pour les prêts accordés aux entreprises privées, une reprise des concours aux entreprises publiques et un ralentissement de la croissance des crédits aux ménages. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve ont progressé de 22,1% au lieu de 9,8% et les créances nettes sur l'administration centrale de 16,8% contre 8,1% un trimestre auparavant. Au total, la progression de la masse monétaire s'est accélérée de 3,9% à 6,9%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ont baissé de 3,3% au deuxième trimestre 2020. Cette évolution traduit des diminutions des prix de 3,8% pour les biens résidentiels, de 3% pour les terrains et de 0,9% pour les biens à usage professionnel. Pour ce qui est des transactions, leur nombre a baissé de 42,8% sous l'effet particulièrement des restrictions mises en place dans le cadre de la lutte contre la pandémie du Covid-19. La régression des ventes a atteint 38,2% pour les actifs résidentiels, 53,7% pour les terrains et 54,2% pour les biens à usage professionnel. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI a enregistré une hausse de 4,8% au deuxième trimestre après une baisse de 20,3% et le volume des échanges a atteint 12,8 milliards après 15,8 milliards un trimestre auparavant.

#### 3.1 Conditions monétaires

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

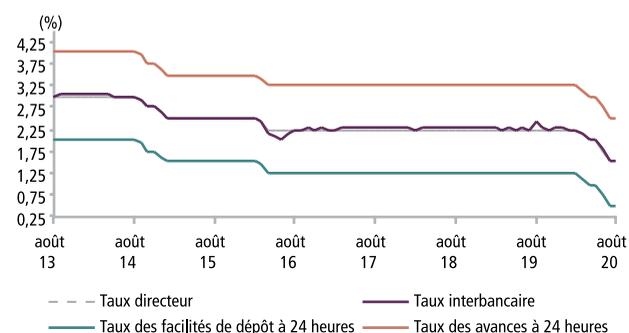
Durant le deuxième trimestre de 2020, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 95,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 71,4 milliards un trimestre auparavant. Ainsi, Bank Al-Maghrib a augmenté le montant de ses injections à 98,5 milliards, dont notamment 31,1 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 47,6 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 15,8 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME et 3,5 milliards servis sous forme de swap de change.

Les dernières données disponibles indiquent un creusement du déficit de la liquidité bancaire à 102,7 milliards en moyenne en juillet et à 106,2 milliards en août.

Dans ce contexte, le taux interbancaire s'est établi en moyenne à 1,93% au deuxième trimestre et à 1,5% au cours des mois de juillet et août suite notamment à la décision du Conseil de la Banque, lors de sa réunion du juin 2020, d'abaisser le taux directeur à 1,5%. Sur le marché des bons du Trésor, les taux se sont orientés

globalement à la baisse aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire.

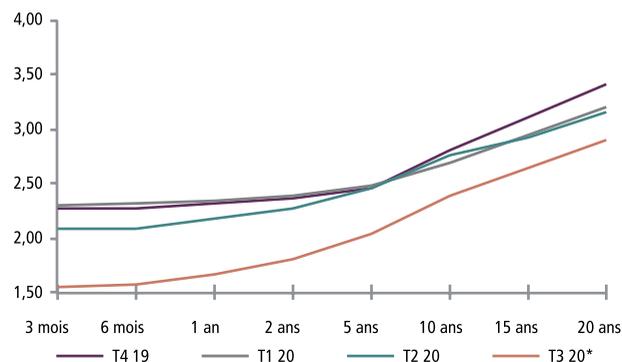
**Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)**



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

|             | 2018 |      | 2019 |      |      |      | 2020 |      |      |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|             | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3*  |
| 52 semaines | 2,42 | 2,45 | 2,37 | 2,31 | 2,31 | 2,27 | 2,34 | 2,16 | -    |
| 2 ans       | 2,58 | 2,60 | 2,51 | 2,39 | 2,38 | 2,32 | 2,40 | 2,22 | 1,81 |
| 5 ans       | 2,82 | 2,86 | 2,77 | 2,60 | 2,58 | 2,46 | 2,50 | 2,42 | 2,10 |
| 10 ans      | 3,28 | 3,34 | 3,19 | 3,02 | 2,97 | 2,81 | 2,65 | 2,40 | 2,39 |
| 15 ans      | 3,70 | -    | 3,64 | 3,42 | 3,38 | 3,10 | 2,94 | 2,90 | -    |

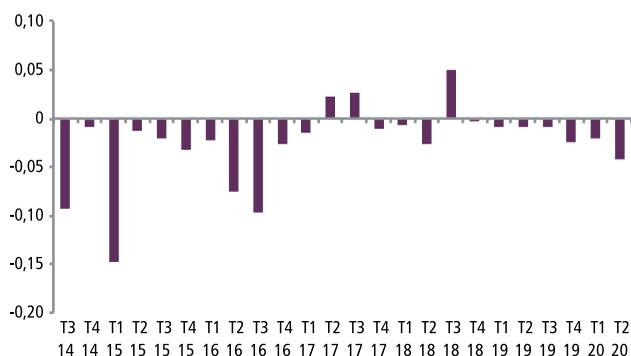
**Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire**



\* Moyenne observée en juillet et août.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt n'ont pas connu de variations significatives au cours du deuxième trimestre 2020. Quant aux taux créditeurs, ils ont reculé de 9 points de base à 2,64% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 4 points à 3,02% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement<sup>1</sup> des banques a légèrement reculé.

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



Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrif auprès des banques relatifs au deuxième trimestre 2020 font ressortir un recul du taux moyen global de 29 points de base à 4,58%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont marqué une baisse de 26 points, recouvrant des diminutions de 65 points pour les TPME et de 28 points pour les grandes entreprises. Pour les taux appliqués aux particuliers, ils ont reculé de 11 points de base, avec un repli de 119 points pour les comptes débiteurs et les crédits de la trésorerie ainsi

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

que des accroissements de 34 points pour les crédits à la consommation et de 25 points pour les prêts immobiliers.

**Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs**

|                           | 2019        |             |             |             | 2020        |             |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                           | T1          | T2          | T3          | T4          | T1          | T2          |
| <b>Taux global</b>        | <b>5,02</b> | <b>4,98</b> | <b>5,09</b> | <b>4,91</b> | <b>4,87</b> | <b>4,58</b> |
| <b>Particuliers</b>       | <b>5,78</b> | <b>5,34</b> | <b>5,69</b> | <b>5,55</b> | <b>5,64</b> | <b>5,53</b> |
| Crédits immobiliers       | 4,7         | 4,18        | 4,51        | 4,48        | 4,39        | 4,64        |
| Crédits à la consommation | 6,74        | 6,71        | 6,72        | 6,66        | 6,75        | 7,09        |
| <b>Entreprises</b>        | <b>4,78</b> | <b>4,85</b> | <b>4,92</b> | <b>4,77</b> | <b>4,7</b>  | <b>4,44</b> |
| Crédits de trésorerie     | 4,72        | 4,7         | 4,74        | 4,65        | 4,61        | 4,39        |
| Crédits à l'équipement    | 4,48        | 5,07        | 5,2         | 4,58        | 4,49        | 4,19        |
| Crédits immobiliers       | 5,59        | 5,46        | 6,07        | 6,12        | 6,15        | 6,12        |

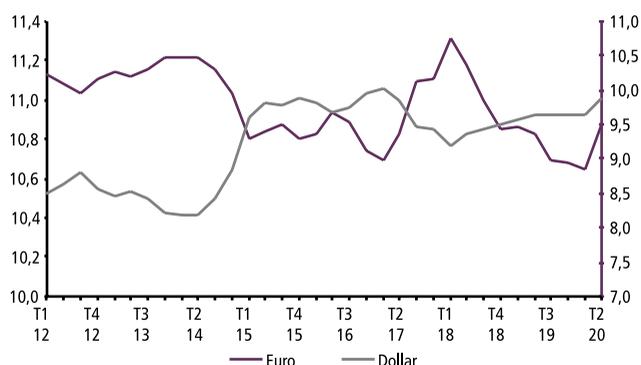
**Tableau 3.3 : Taux créditeurs**

|         | 2018 |      |      | 2019 |      |      |      | 2020 |      |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|         | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   | T3   | T4   | T1   | T2   |
| 6 mois  | 2,78 | 2,80 | 2,71 | 2,78 | 2,68 | 2,75 | 2,68 | 2,73 | 2,64 |
| 12 mois | 3,10 | 3,07 | 3,04 | 3,06 | 3,00 | 3,01 | 2,98 | 3,06 | 3,02 |

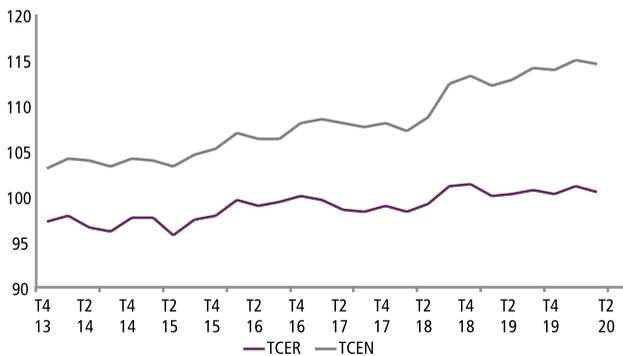
### 3.1.2 Taux de change

Au cours du deuxième trimestre 2020, l'euro s'est déprécié, d'un trimestre à l'autre, de 0,15% par rapport au dollar américain. Pour sa part, le dirham s'est déprécié de 2,18% vis-à-vis de l'euro et de 2,32% par rapport au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 9,88% par rapport à la livre turque, de 0,75% contre la livre sterling et s'est dépréciée de 0,80% face au yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est déprécié de 0,43% en termes nominal et de 0,82% en termes réel.

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



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

Pour ce qui est des transactions en devises, elles ont connu une baisse importante en lien notamment avec le repli des échanges extérieurs. Le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au deuxième trimestre des reculs de 20% à 19,4 milliards de dirhams pour les ventes et de 20,4% à 18,1 milliards pour les achats. De même, les achats à terme ont reculé de 41,5% s'établissant à 8 milliards et les ventes à terme ont diminué de 29,9% à 2,7 milliards. Durant cette période, Bank Al-Maghrib n'a réalisé aucune opération d'achats ou de ventes de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie positive à 5,2 milliards de dirhams à fin juin, contre un solde négatif de 0,8 milliard à fin mars 2020.

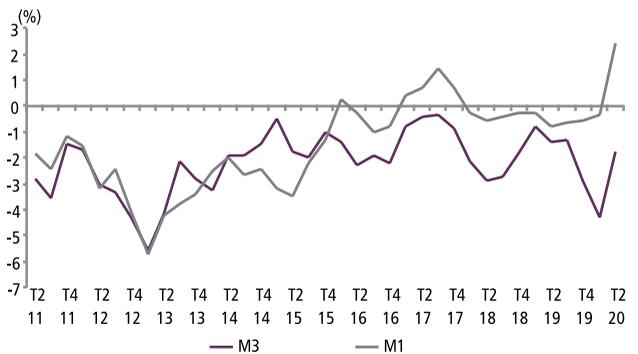
### 3.1.3 Situation monétaire

Le rythme d'accroissement de l'agrégat M3 est passé de 3,9% au premier trimestre à 6,9% au deuxième trimestre 2020. Cette évolution reflète une accélération de 9,5% à 20,1% de la progression de la monnaie fiduciaire sous l'effet essentiellement des sorties massives engendrées par l'opération Tadamoun et le mois du ramadan. De même, les dépôts à vue ont augmenté de 8,4% après 6,6%, avec notamment une amélioration de 6,1% à 7,9% de la progression de ceux des ménages et un ralentissement de 9,9% à 9,3% pour

ceux des entreprises non financières privées. Pour leur part, après avoir accusé un repli de 3,6% un trimestre auparavant, les titres des OPCVM monétaires ont enregistré une hausse annuelle de 9,8%. En revanche, les dépôts à terme ont connu une diminution de 7,5%, après celle de 9,7%, recouvrant une atténuation de 12,2% à 6,4% de la baisse des dépôts des entreprises privées et une accentuation de 2,3% à 4% du repli de ceux des ménages.

Par principale contrepartie, l'évolution de la masse monétaire traduit des accélérations de 9,8% à 22,1% pour les avoirs officiels de réserve, de 8,1% à 16,8% pour les créances nettes sur l'administration centrale et de 4,9% à 6,3% pour le crédit bancaire.

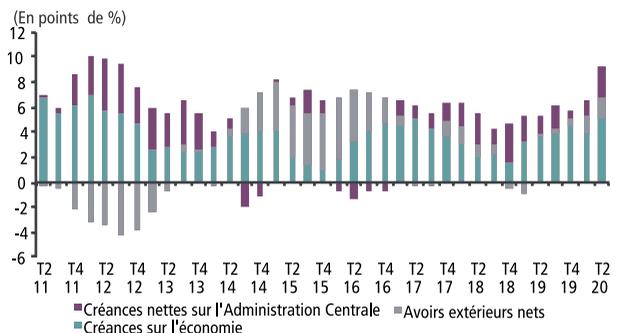
**Graphique 3.6 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)**



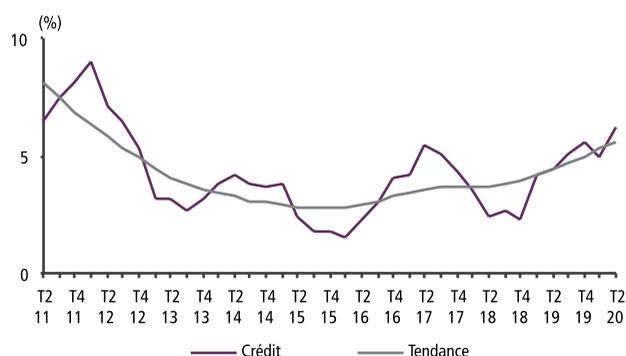
<sup>1</sup> : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, 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 accroissement annuel est passé de 5,5% à 6,2%, recouvrant une accélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées, une reprise des concours aux entreprises publiques et un ralentissement de la croissance des crédits aux ménages.

Ainsi, les crédits aux entreprises privées se sont accrus de 10,1% après 7,2% un trimestre auparavant, reflétant des accélérations de 9,5% à 15,7% pour les facilités de trésorerie et de 6,9% à 7,5% pour les prêts à l'équipement. A l'inverse, les crédits destinés à la promotion immobilière ont vu leur rythme décélérer de 2% à 1,1%.

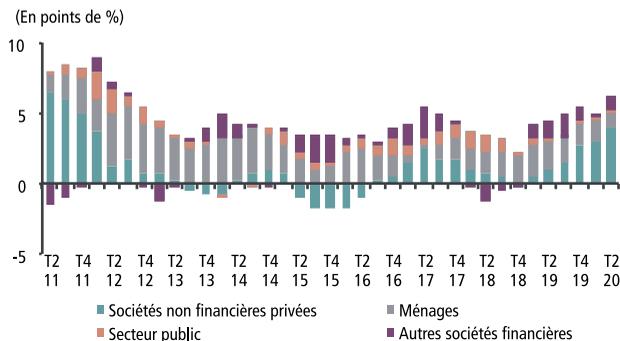
Concernant les concours accordés aux entreprises publiques, après avoir accusé un repli de 2,2% au premier trimestre, ils ont augmenté de 1,3% avec notamment une atténuation de la baisse de 19,9% à 14,4% des facilités de trésorerie et un ralentissement de 1,4% à 0,7% de la progression des prêts à l'équipement.

S'agissant des crédits aux entrepreneurs individuels, leur accroissement est revenu de 1,7% à 0,7%, recouvrant une diminution de 3,2% des prêts à l'équipement, contre une hausse de 2%, une atténuation de 13,4% à 5,9% de la baisse des crédits immobiliers et une accélération de 5,9% à 9,1% du rythme de croissance des facilités de trésorerie.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de juin indiquent notamment une hausse de 5,7% des crédits destinés au secteur des « industries alimentaires et tabac » au lieu d'une baisse de 4,4% à fin mars. De même, les prêts consentis au secteur « Electricité, gaz et eau » ont augmenté de 6,6% après 5,8% un trimestre auparavant. En revanche, les crédits en faveur des entreprises du « bâtiment et travaux publics » ont connu un repli de 3,7%, plus accentué que celui de 1,6% enregistré au premier trimestre, et ceux accordés au « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 15% à 3,4%.

En ce qui concerne les prêts aux particuliers, leur accroissement est revenu de 5,1% à 2,8%, suite à la décélération de 4,3% à 2,3% des crédits à l'habitat et à la diminution de 0,1% après une hausse de 4,1% des prêts à la consommation.

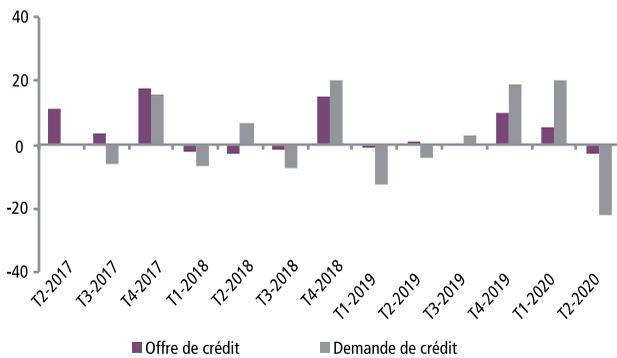
**Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit**



Source : BAM

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles se sont accrues de 9,3% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est quasiment stabilisé à 7,9%. Cette évolution traduit des augmentations de 14,2% de celles des ménages et de 6,3% de celles des entreprises non financières privées.

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



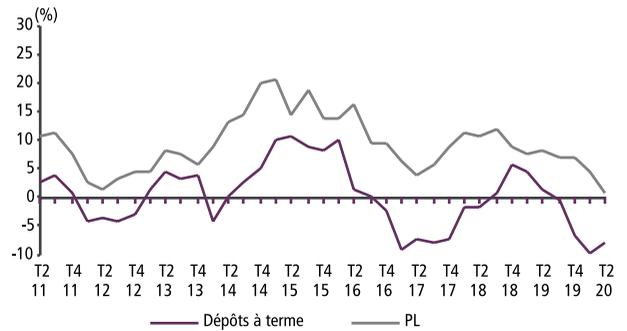
Source : BAM

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrus de 2,8% à fin juin après 4,4% à fin mars 2020. Cette évolution reflète des ralentissements de 3,8% à 1,8% du taux d'accroissement des prêts distribués par les sociétés de financement et de 6,9% à 2,8% de celui des crédits distribués par les associations de microcrédit. A l'inverse, les prêts fournis par les banques offshores ont connu une expansion de 24,7% après celle de 12,7% un trimestre auparavant.

Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet font ressortir une progression de 5,8% du crédit bancaire. En particulier, les prêts destinés au secteur non financier ont poursuivi leur amélioration avec une augmentation de 6%.

Quant aux agrégats de placements liquides, leur rythme de croissance est revenu de 4,5% en moyenne au premier trimestre à 0,7% au deuxième trimestre 2020. Cette évolution traduit une diminution de 3,4% après une hausse de 0,7% des bons du Trésor ainsi qu'une décélération de 5,4% à 4,6% pour les titres des OPCVM obligataires et de 20% à 6,8% pour les titres des OPCVM actions et diversifiés.

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



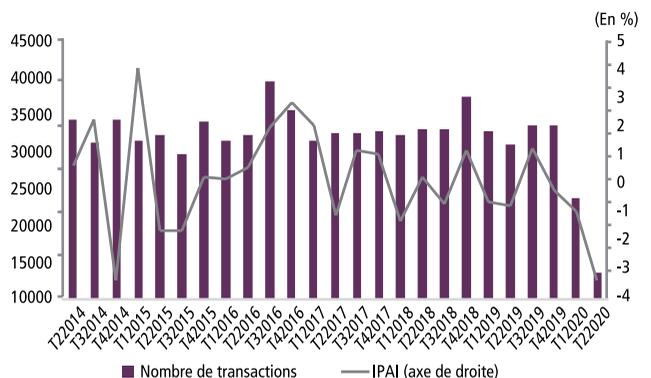
## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2020, l'indice des prix des actifs immobiliers a affiché une baisse trimestrielle de 3,3%. Cette évolution traduit les reculs des prix du résidentiel de 3,8%, des terrains de 3% et des biens à usage professionnel de 0,9%. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a diminué de 42,8%, le trimestre ayant coïncidé avec la période du confinement. Ce repli a concerné l'ensemble des catégories avec des taux de 38,2% pour le résidentiel, de 53,7% pour les terrains et de 54,2% pour les biens à usage professionnel.

Dans les principales villes, la baisse des prix a varié de 0,4% à El Jadida à 7,2% à Meknès. De même, le nombre de transactions a affiché une contraction allant de 27,4% à Casablanca à 57,1% à Rabat.

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



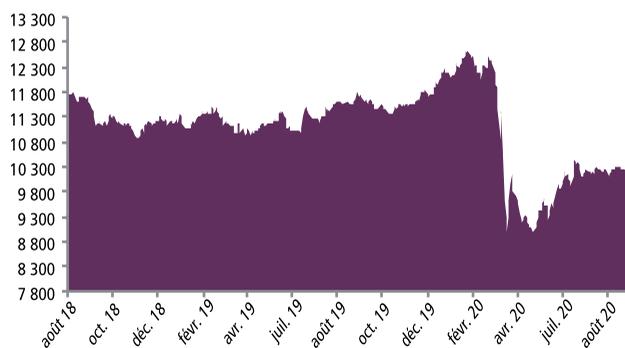
Sources : BAM et ANCFCC.

## 3.2.2 Actifs financiers

### 3.2.2.1 Actions

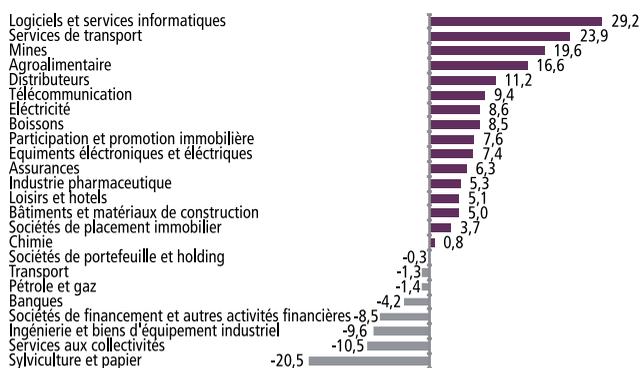
Après la baisse exceptionnelle de 20,3% enregistrée au titre du premier trimestre 2020, le MASI s'est apprécié de 4,8% au deuxième trimestre, ramenant sa contreperformance annuelle à 16,5%. Cette évolution trimestrielle traduit notamment les hausses des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 5%, des « télécommunications » de 9,4%, de l'« agroalimentaire » de 16,6% et des « services de transport » de 23,9%. En revanche, les indices des secteurs des « banques » et des « sociétés de financement et autres activités financières » ont enregistré des contreperformances respectives de 4,2% et de 8,5%.

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



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des transactions, il a atteint 12,8 milliards de dirhams au deuxième trimestre

après 15,8 milliards un trimestre auparavant. Par compartiment, le chiffre d'affaires est revenu de 12,6 milliards à 8,6 milliards sur le marché central action et a progressé de 1,3 milliard à 3 milliards sur le marché de blocs.

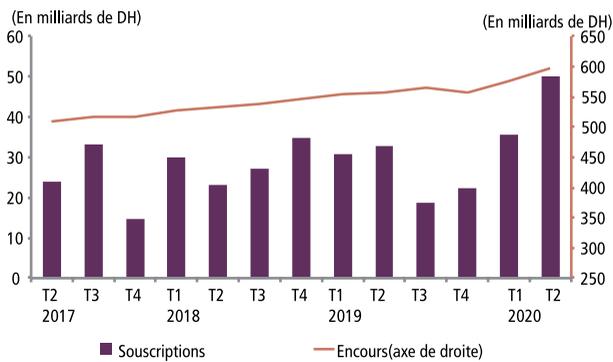
Dans ces conditions, la capitalisation boursière a affiché une progression trimestrielle de 4,1% à 523,9 milliards de dirhams.

Les données à fin août indiquent une quasi-stagnation de la contreperformance annuelle du MASI à 16,7%. Concernant le volume global des échanges, il s'est situé à 1,5 milliard en juillet et à 1,1 milliard en août, après une moyenne mensuelle de 4,8 milliards durant les six premiers mois de l'année. La capitalisation boursière s'est établie à 524,7 milliards à fin août, en baisse de 16,3% depuis le début de l'année.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont chiffrées à 50,1 milliards de dirhams au deuxième trimestre, en progression trimestrielle de 40,6%. Elles ont porté à hauteur de 76% sur des maturités moyennes et de 18% sur des maturités courtes.

En juillet, les levées du Trésor ont atteint 9,3 milliards de dirhams dont 51,5% à maturités courtes et 34,4% à maturités longues. Tenant compte des remboursements d'un montant de 7,2 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est élevé à 597,2 milliards, en progression de 7,2% par rapport à fin décembre.

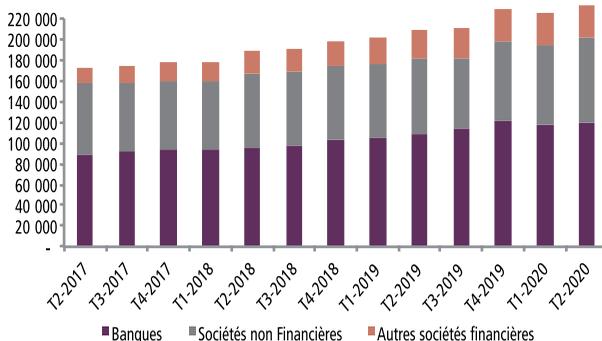
**Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor**

Source : BAM.

### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont accrues de 50,8% à 21,8 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2020. Les levées des banques ont atteint 13 milliards après 6,1 milliards et celles des entreprises non financières se sont élevées à 6,8 milliards contre 5,4 milliards au premier trimestre.

En août, le montant des levées s'est établi à 6,4 milliards après 9,9 milliards en juillet et 6 milliards en moyenne durant le premier semestre de l'année. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée a augmenté de 2,8% depuis le début de l'année, pour s'établir 235,3 milliards de dirhams.

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

Sources : Maroclear et calculs BAM.

### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au terme du deuxième trimestre de l'année, les souscriptions aux titres des OPCVM ont diminué de 33,5% à 205 milliards et les rachats ont baissé de 34,6% à 192,8 milliards, soit une collecte nette de 12,2 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la hausse pour l'ensemble des fonds et ont varié entre 0,8% enregistrée par les fonds « monétaire » et 4,9% par ceux « actions ».

Les données du mois d'août indiquent une hausse, depuis le début de l'année, de l'actif net des OPCVM de 4,8% à 492,9 milliards de dirhams. Cette progression reflète notamment des augmentations de 8,3% pour les fonds « obligataires à moyen et long termes » et de 3,7% pour les « monétaires », alors que les fonds « actions » et « obligataires à court terme » ont diminué de 11,2% et de 0,1% respectivement.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au regard de l'impact attendu de la pandémie de la Covid-19, le gouvernement a élaboré une loi de finances rectificative (LFR 2020) qui a été adoptée et publiée au bulletin officiel fin juillet. Celle-ci table sur un creusement du déficit budgétaire à 7,6% du PIB, au lieu de 3,7% du PIB prévu initialement dans la loi de finances (LF), avec comme principale hypothèse une croissance économique de -5% au lieu de 3,7%. Par rapport à la LF, la LFR 2020 a programmé globalement une baisse des dépenses de 9,8 milliards, tandis que les recettes sont prévues en forte diminution de 44,3 milliards de dirhams consécutivement à la baisse des rentrées des impôts et taxes. De même, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été réduit de moitié à 3 milliards de dirhams.

Pour ce qui est de l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2020, elle s'est soldée par un déficit de 46,5 milliards, contre 35,2 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde positif de 9 milliards du Fonds Covid-19. Cette évolution résulte principalement du recul de 6,5% à 158,5 milliards des recettes ordinaires, impactées par la baisse de 8,4% des rentrées fiscales, alors que les recettes non fiscales ont affiché une hausse de 17,3%. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,3%, résultat essentiellement des augmentations de 7,2% de la masse salariale et de 8,3% des dépenses des autres biens et services. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti déficitaire à 16 milliards, au lieu d'un excédent de 2,1 milliards un an auparavant. De leur côté, les investissements ont baissé de 4,7% à 39,9 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 214,4 milliards, en alourdissement de 2,5%.

Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 1,6 milliard, ce qui a porté le déficit de caisse à 48,1 milliards, contre 44,8 milliards à fin août 2019. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 32,8 milliards et par un flux net extérieur positif de 15,2 milliards. L'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 7,9% par rapport à son niveau à fin décembre 2019. Les conditions de financement du Trésor demeurent favorables comme en témoigne la baisse des taux moyens pondérés des titres émis par adjudication arrêtés à fin juillet 2020.

### 4.1 Recettes ordinaires

Les recettes ordinaires au titre des huit premiers mois de 2020 ont atteint 158,5 milliards, en baisse de 6,5% comparativement à la même période en 2019. Cette évolution recouvre une diminution de 8,4% à 142,2 milliards des rentrées fiscales, réalisées à hauteur de 68,6% par rapport à la loi de finances rectificative, et une hausse de 17,3% à 14,4 milliards de celles non fiscales. Le repli du produit fiscal découle du recul des recettes de tous les impôts et taxes, à l'exception de celles de la TVA à l'intérieur, qui ont été impactées notamment par la baisse de l'activité.

Les recettes des impôts directs ont diminué de 4,1% à 58,7 milliards, résultat principalement d'une baisse de 6,4% à 27,7 milliards du produit de l'IR, avec notamment une progression de 2,4% à 5,9 milliards de

l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses du Personnel et un repli de 36,7% à 1,4 milliard de l'IR sur les profits immobiliers. En revanche, la contribution sociale sur les bénéfiques a marqué une progression de 5,6% à 2,1 milliards et les recettes de l'IS, basé essentiellement sur les résultats de 2019, ont baissé de 0,6% à 28 milliards.

Pour leur part, les impôts indirects ont enregistré une baisse de 10,1% à 68,7 milliards de dirhams, induite principalement par le recul de 15,5% à 31,5 milliards des rentrées de la TVA à l'importation et de 12,8% à 17,1 milliards de celles de la TIC. Ces deux dernières taxes ont été impactées par le recul de l'activité et par l'effet combiné de la baisse des cours et des volumes

des importations des produits pétroliers. En revanche, après les baisses constatées à fin juin 2020, les recettes de la TVA à l'intérieur ont augmenté de 1,7% à fin juillet 2020 et de 2,7% à 20,1 milliards à fin août 2020, suite à la reprise progressive de l'activité économique.

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

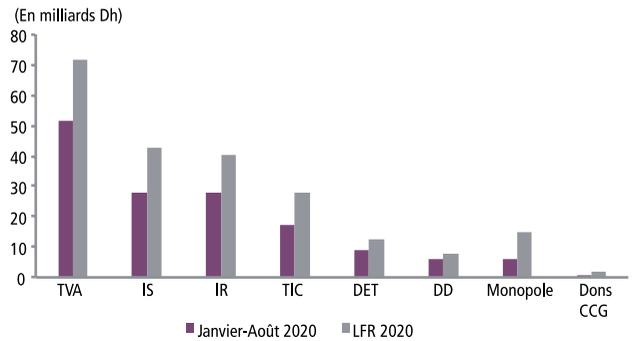
|                              | Janv.-<br>août<br>2019 | Janv.-<br>août<br>2020 | Var<br>en % | LFR<br>2020  | Réalisation<br>par rapport<br>à la LFR (%) |
|------------------------------|------------------------|------------------------|-------------|--------------|--|
| <b>Recettes ordinaires</b>   | <b>169,5</b>           | <b>158,5</b>           | <b>-6,5</b> | <b>244,0</b> | <b>65,0</b>                                |
| <b>Recettes fiscales</b>     | <b>155,2</b>           | <b>142,2</b>           | <b>-8,4</b> | <b>207,3</b> | <b>68,6</b>                                |
| - Impôts directs             | 61,2                   | 58,7                   | -4,1        | 87,5         | 67,1                                       |
| Dont I.S                     | 28,2                   | 28,0                   | -0,6        | 42,9         | 65,3                                       |
| I.R                          | 29,6                   | 27,7                   | -6,4        | 40,0         | 69,2                                       |
| - Impôts indirects           | 76,5                   | 68,7                   | -10,1       | 99,2         | 69,3                                       |
| TVA*                         | 56,9                   | 51,6                   | -9,2        | 71,6         | 72,1                                       |
| TIC                          | 19,6                   | 17,1                   | -12,8       | 27,6         | 61,9                                       |
| - Droits de douane           | 6,2                    | 5,8                    | -6,6        | 7,9          | 73,5                                       |
| - Enregistrement & timbre    | 11,3                   | 8,9                    | -21,3       | 12,7         | 70,0                                       |
| <b>Recettes non fiscales</b> | <b>12,3</b>            | <b>14,4</b>            | <b>17,3</b> | <b>33,7</b>  | <b>42,8</b>                                |
| - Monopoles                  | 6,7                    | 6,0                    | -9,5        | 14,7         | 41,1                                       |
| - Autres recettes            | 5,6                    | 8,4                    | 49,1        | 19,0         | 44,1                                       |
| dont Dons CCG                | 0,9                    | 0,1                    | -86,4       | 1,8          | 6,7  |
| <b>Recettes des CST</b>      | <b>2,0</b>             | <b>1,9</b>             | <b>-1,1</b> | <b>3,0</b>   | <b>64,7</b>                                |

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

La régression des recettes de la TIC résulte principalement des replis de 17% à 9,2 milliards de celle sur les produits énergétiques et de 7,5% à 6,8 milliards de celle sur les tabacs.

De leur côté, les recettes des droits de douane ont accusé une baisse de 6,6% à 5,8 milliards, tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont diminué de 21,3% à 8,9 milliards.

**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 se sont accrues de 17,3%, marquées par la progression des fonds de concours qui sont passés de 570 millions à 4,2 milliards de dirhams. En revanche, les recettes des monopoles et participations ont connu une réduction de 9,5% à 6 milliards, dont 2 milliards proviennent de l'OCP, 950 millions de l'ANCFCC, 949 millions de Bank Al-Maghrib 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 889 millions encaissés au cours de la même période de 2019.

## 4.2 Dépenses

Les dépenses globales du Trésor se sont alourdies de 2,5% à 214,4 milliards sur les huit premiers mois de 2020, recouvrant un accroissement de 4,3% à 174,5 milliards des dépenses ordinaires et une régression de 4,7% à 39,9 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services se sont accrues de 7,6% à 127,6 milliards, résultant des hausses de 7,2% à 88,9 milliards de la masse salariale et de 8,3% à 38,7 milliards des autres biens et services. L'évolution de cette dernière incorpore des hausses de 0,6% à 18 milliards des versements aux établissements et entreprises publics et de 181,8% à 6,2 milliards au profit des comptes

spéciaux du Trésor. Concernant les dépenses de personnel, elles intègrent une augmentation de 7,3% de sa composante structurelle et une baisse de 52,5% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

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

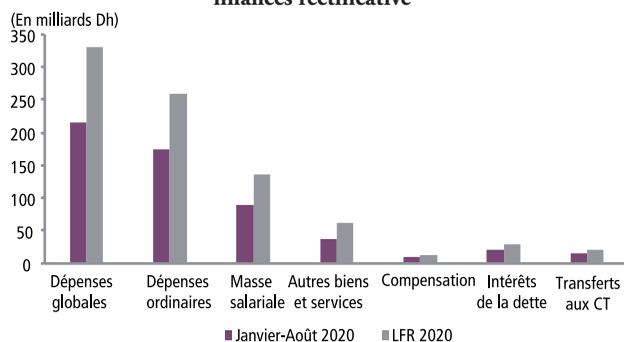
|                            | Janv.-août 2019 | Janv.-août 2020 | Var. en %   | Exécution LFR 2020 | par rapport à la LFR (%) |
|----------------------------|-----------------|-----------------|-------------|--------------------|--------------------------|
| <b>Dépenses globales</b>   | <b>209,3</b>    | <b>214,4</b>    | <b>2,5</b>  | <b>329,8</b>       | <b>65,0</b>              |
| <b>Dépenses ordinaires</b> | <b>167,4</b>    | <b>174,5</b>    | <b>4,3</b>  | <b>259,0</b>       | <b>67,4</b>              |
| Biens et services          | 118,6           | 127,6           | 7,6         | 197,3              | 64,7                     |
| Personnel**                | 82,9            | 88,9            | 7,2         | 135,9              | 65,4                     |
| Autres biens et services   | 35,8            | 38,7            | 8,3         | 61,4               | 63,1                     |
| Intérêts de la dette       | 21,4            | 21,8            | 1,9         | 28,3               | 76,9                     |
| Compensation               | 10,3            | 9,6             | -6,4        | 11,9               | 81,3                     |
| Transferts aux CT          | 17,1            | 15,5            | -9,2        | 21,5               | 72,1                     |
| <b>Investissement</b>      | <b>41,9</b>     | <b>39,9</b>     | <b>-4,7</b> | <b>70,8</b>        | <b>56,4</b>              |

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

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

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

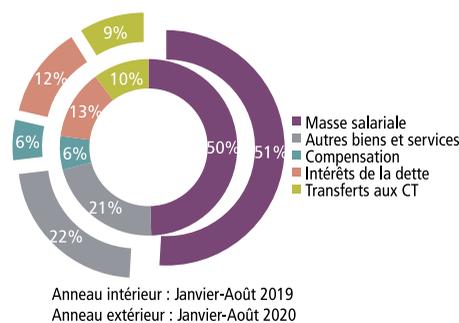
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances rectificative**



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette ressortent en hausse de 1,9% à 21,8 milliards, recouvrant des augmentations de 0,9% à 19,3 milliards des intérêts sur la dette intérieure et de 10,3% à 2,5 milliards de ceux sur la dette extérieure.

**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**

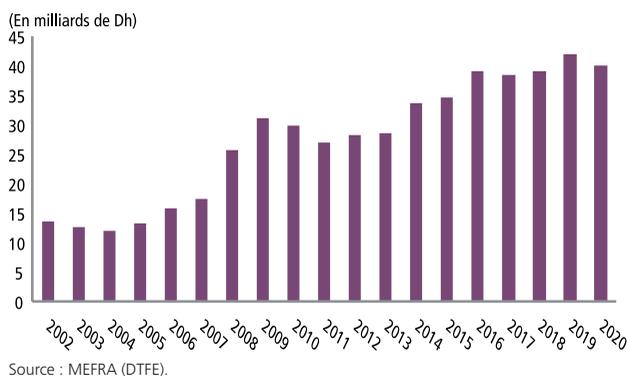


Sources : MEFRA (DTFE), retraitements TVA par BAM.

S'agissant de la charge de compensation, elle s'est allégée de 6,4% à 9,6 milliards. Les données disponibles de la Caisse de Compensation relatives aux sept premiers de l'année indiquent des diminutions de 10,5% à 5,4 milliards des subventions relatives au gaz butane et de 6% à 1,9 milliard pour celles allouées au sucre. Selon la même source, le cours moyen sur les sept premiers mois de 2020 du gaz butane sur le marché international a baissé de 14,4% à 359,7 dollars la tonne, tandis que celui du sucre brut a diminué de 0,9% à 292,3 dollars la tonne.

Pour leur part, les dépenses d'investissement se sont repliées de 4,7% à 39,9 milliards, avec une baisse, en glissement annuel, de 16,1% du flux du mois d'août, après des hausses de 80,1% et de 5,4% des flux des mois de juin et de juillet respectivement. Le niveau d'exécution de ces dépenses par rapport aux prévisions de la loi de finances rectificative ressort en net retrait. Cette diminution s'explique essentiellement par la baisse des dépenses des Ministères.

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

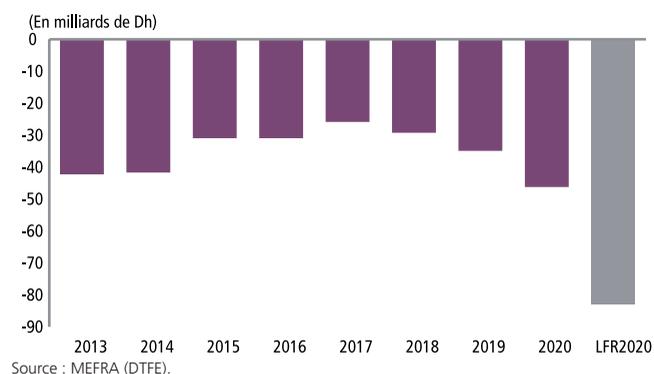


Source : MEFRA (DTFE).

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

La situation du Trésor s'est soldée par un déficit budgétaire de 46,5 milliards, contre 35,2 milliards un an auparavant et ce, compte tenu du solde des comptes spéciaux de Trésor de 9,4 milliards, contre 4,6 milliards à fin août 2019, reflétant le solde positif de 9 milliards du Fonds Covid-19. Compte non tenu de ce fonds, le déficit aurait été de 55,5 milliards. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance de 1,6 milliard, portant ainsi le déficit de caisse à 48,1 milliards, contre 44,8 milliards une année auparavant.

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



Le besoin de financement a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 32,8 milliards et par des concours extérieurs nets de 15,2 milliards. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 20,1 milliards, dont 10,1 milliards proviennent de la Banque mondiale, 3,9 milliards du Fonds Monétaire Arabe et 3,4 milliards de la Banque Africaine de Développement.

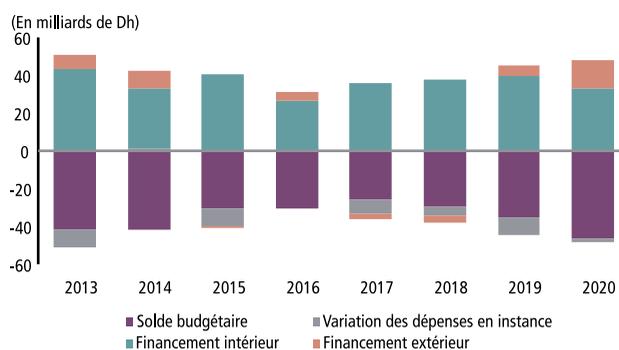
**Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)**

|                                      | Janv.-août 2019 | Janv.-août 2020 | LFR 2020     |
|--------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|
| <b>Solde ordinaire</b>               | <b>2,1</b>      | <b>-16,0</b>    | <b>-15,0</b> |
| Solde des CST                        | 4,6             | 9,4             | 3,0          |
| y.c. Fonds Covid-19                  | 0,0             | 9,0             | 0,0          |
| Solde primaire                       | -13,8           | -24,7           | -54,5        |
| <b>Solde budgétaire</b>              | <b>-35,2</b>    | <b>-46,5</b>    | <b>-82,8</b> |
| Variation des opérations en instance | -9,7            | -1,6            |              |
| <b>Besoin de financement</b>         | <b>-44,8</b>    | <b>-48,1</b>    | <b>-82,8</b> |
| Financement intérieur                | 35,2            | 32,8            | 39,2         |
| Financement extérieur                | 5,2             | 15,2            | 43,6         |
| Privatisation                        | 4,4             | 0,0             | 0,0          |

Source : MEFRA (DTFE).

Pour ce qui est du financement intérieur, le recours au marché des adjudications des bons du Trésor a porté sur un montant net de 44,5 milliards, contre 16,3 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes les plus importantes ont porté sur les bons à 2 ans à hauteur de 14,3 milliards, les bons à 30 ans pour 9,5 milliards, les bons à 5 ans pour un montant de 6,5 milliards et les bons à 26 semaines pour 6,2 milliards. Quant aux remboursements nets, ils n'ont concerné que les bons à 10 ans pour un montant de 6,7 milliards.

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



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

Les conditions de financement du Trésor sur le marché intérieur étaient favorables sur les sept premiers mois de 2020 par rapport à la même période en 2019. Les taux ont baissé notamment de 69 points de base (pdb) à 3,10% pour les bons à 20 ans, de 62 pdb à 3,75% pour ceux à 30 ans et de 57 pdb à 2,93 pdb pour les maturités de 15 ans. De même, les replis ont été de 55 pdb pour les bons à 10 ans à 2,52%, de 22 pdb pour ceux à 5 ans à 2,45% et de 19 pdb pour les bons du Trésor à 2 ans à 2,23%.

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

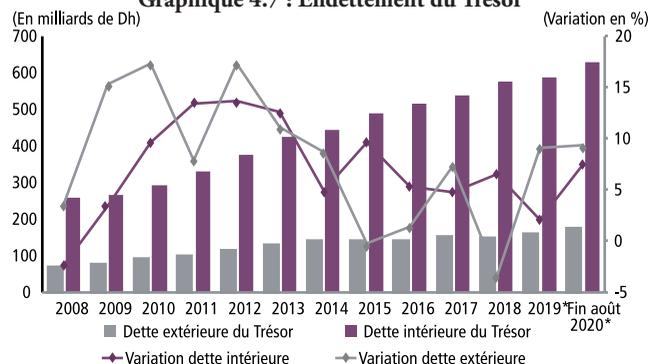
|                                     | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | Fin août 2020* |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>Dettes extérieures du Trésor</b> | <b>140,8</b> | <b>142,8</b> | <b>153,2</b> | <b>148,0</b> | <b>161,5</b> | <b>176,7</b>   |
| Var en %                            | -0,2         | 1,4          | 7,3          | -3,4         | 9,1          | 9,4            |
| <b>Dettes intérieures du Trésor</b> | <b>488,4</b> | <b>514,7</b> | <b>539,1</b> | <b>574,6</b> | <b>586,5</b> | <b>630,0</b>   |
| Var en %                            | 9,6          | 5,4          | 4,8          | 6,6          | 2,1          | 7,4            |
| <b>Encours de la dette directe</b>  | <b>629,2</b> | <b>657,5</b> | <b>692,3</b> | <b>722,6</b> | <b>748,0</b> | <b>806,7</b>   |
| Var en %                            | 7,3          | 4,5          | 5,3          | 4,4          | 3,5          | 7,9            |

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

Source : MEFRA (DTFE).

Pour ce qui est de la dette, elle serait en augmentation de 7,9% à fin août 2020 par rapport à son niveau à fin décembre 2019, avec une progression de 7,4% de la composante intérieure et de 9,4% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



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

### Encadré 4.1 : Loi de finances rectificative 2020

La loi de finances rectificative 2020 (LFR) a été adoptée et publiée au bulletin officiel fin juillet. L'élaboration de cette loi a été dictée par le contexte actuel de crise sanitaire et économique. En effet, les grandeurs budgétaires, particulièrement les recettes fiscales, ont été largement impactées du fait de la récession économique engendrée par cette crise. Au niveau des indicateurs, la LFR 2020 table sur un creusement du déficit budgétaire à 7,6% du PIB ou 82,8 milliards, contre 3,7% du PIB ou 45,3 milliards prévus dans la LF. Ce déficit devait être financé par des ressources intérieures nettes de 39,2 milliards, en hausse de 11,5 milliards, et par des financements extérieurs nets de 43,6 milliards, en augmentation de 29 milliards, correspondant à des tirages bruts de 60 milliards (31 milliards dans la LF) et des remboursements de 16,4 milliards de dirhams. Il est à noter également que les recettes de privatisation de 3 milliards programmées par la LF ont été supprimées dans la LFR en raison du contexte actuel défavorable.

En termes d'hypothèses, le budget révisé de 2020 est construit principalement autour d'une croissance économique négative de 5%, avec une baisse de 4,8% de la valeur ajoutée agricole découlant d'une production céréalière estimée à 30 millions de quintaux, au lieu de 70 millions de quintaux dans la LF 2020, et un cours moyen du gaz butane à 290 dollars la tonne (350 dollars dans la LF 2020).

Comparativement à la LF 2020, les recettes ordinaires, hors privatisation, sont prévues en baisse de 15,4%, recouvrant une chute de 18,8% à 207,3 milliards des recettes fiscales et une hausse de 12,9% à 33,7 milliards de celles non fiscales. La révision de ces dernières est due aux recettes des monopoles et des mécanismes spécifiques qui ont été rehaussées respectivement de 2,5 milliards et de 2 milliards par rapport à la LF 2020.

Du côté des recettes fiscales, les impôts directs devraient baisser de 17,9 milliards par rapport à la LF. L'IS a été révisé à la baisse de 10,1 milliards ou 19,1% et l'IR ressortirait en diminution de 6,1 milliards, dont 2 milliards de l'IR sur les salaires et 0,6 milliard de l'IR sur les profits fonciers. Pour leur part, les recettes des impôts indirects sont prévues en diminution de 23,5 milliards, dont 21,1 milliards dus à la baisse de la TVA et 2,4 milliards de la TIC. La TVA à l'intérieur devrait régresser de 5,8 milliards et celle à l'importation reculerait de 15,4 milliards, dont 5,1 milliards au titre de la TVA à l'importation sur les produits énergétiques. Pour ce qui est du produit de la TIC, son recul découlerait principalement de la baisse du volume des produits énergétiques mis à la consommation. Les recettes des droits de douane devraient connaître une baisse de 2,5 milliards, tandis que celles prévues au titre des droits d'enregistrement et de timbre seraient en baisse de 4 milliards par rapport à la LF.

En regard, les dépenses globales au titre de la LFR 2020 ont été revues à la baisse de 9,8 milliards à 329,8 milliards, résultat du recul de 10,3 milliards à 259 milliards des dépenses ordinaires et d'une progression de 455 millions à 70,8 milliards de celles d'investissement. L'évolution des dépenses ordinaires s'explique essentiellement par des replis de 6,3 milliards des transferts aux collectivités territoriales, de 2,8 milliards de la charge de compensation et de 1,5 milliard des dépenses de fonctionnement. Les crédits prévus au titre de la masse salariale ont été réduits de 2,2 milliards à 135,9 milliards, résultant du report des opérations d'avancement et des recrutements, à l'exception du personnel relevant des administrations chargées de la sûreté et de la santé. De leur côté, les charges en intérêts de la dette sont estimées à 28,3 milliards, en augmentation de 323 millions par rapport aux prévisions initiales.

|                                      | LF 2020      | LFR 2020     | Ecart        |              |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                      |              |              | en valeur    | en %         |
| <b>Recettes ordinaires</b>           | <b>288,3</b> | <b>244,0</b> | <b>-44,3</b> | <b>-15,4</b> |
| <b>Recettes fiscales*</b>            | <b>255,2</b> | <b>207,3</b> | <b>-47,9</b> | <b>-18,8</b> |
| - Impôts directs                     | 105,4        | 87,5         | -17,9        | -17,0        |
| Dont I.S                             | 53,0         | 42,9         | -10,1        | -19,1        |
| I.R                                  | 46,2         | 40,0         | -6,1         | -13,3        |
| - Impôts indirects                   | 122,7        | 99,2         | -23,5        | -19,2        |
| TVA                                  | 92,7         | 71,6         | -21,1        | -22,8        |
| TIC                                  | 30,0         | 27,6         | -2,4         | -7,9         |
| - Droits de douane                   | 10,4         | 7,9          | -2,5         | -24,1        |
| - Enregistrement et timbre           | 16,6         | 12,7         | -4,0         | -23,9        |
| <b>Recettes non fiscales</b>         | <b>29,8</b>  | <b>33,7</b>  | <b>3,9</b>   | <b>12,9</b>  |
| - Monopoles                          | 12,2         | 14,7         | 2,5          | 20,3         |
| - Autres recettes                    | 17,6         | 19,0         | 1,4          | 7,8          |
| Y.c. Dons CCG                        | 1,8          | 1,8          | 0,0          | 0,0          |
| Recettes a/t mécanismes innovants    | 12,0         | 14,0         | 2,0          | 16,7         |
| <b>Recettes decertains CST</b>       | <b>3,3</b>   | <b>3,0</b>   | <b>-0,3</b>  | <b>-9,1</b>  |
| <b>Dépenses globales</b>             | <b>339,6</b> | <b>329,8</b> | <b>-9,8</b>  | <b>-2,9</b>  |
| <b>Dépenses ordinaires</b>           | <b>269,3</b> | <b>259,0</b> | <b>-10,3</b> | <b>-3,8</b>  |
| <b>Biens et services</b>             | <b>198,8</b> | <b>197,3</b> | <b>-1,5</b>  | <b>-0,8</b>  |
| Personnel                            | 138,1        | 135,9        | -2,2         | -1,6         |
| Autres biens et services             | 60,7         | 61,4         | 0,7          | 1,1          |
| <b>Intérêts de la dette publique</b> | <b>28,0</b>  | <b>28,3</b>  | <b>0,3</b>   | <b>1,2</b>   |
| <b>Compensation</b>                  | <b>14,6</b>  | <b>11,9</b>  | <b>-2,8</b>  | <b>-19,0</b> |
| <b>Transferts aux CT</b>             | <b>27,8</b>  | <b>21,5</b>  | <b>-6,3</b>  | <b>-22,8</b> |
| <b>Solde ordinaire</b>               | <b>19,1</b>  | <b>-15,0</b> |              |              |
| Investissement                       | 70,4         | 70,8         | 0,5          | 0,6          |
| Solde des CST                        | 6,0          | 3,0          |              |              |
| <b>Solde budgétaire</b>              | <b>-45,3</b> | <b>-82,8</b> |              |              |
| <b>En points du PIB</b>              | <b>-3,7</b>  | <b>-7,6</b>  |              |              |
| <b>Solde primaire</b>                | <b>-17,3</b> | <b>-54,5</b> |              |              |
| <b>Solde de financement</b>          | <b>-45,3</b> | <b>-82,8</b> |              |              |
| Financement intérieur                | 27,7         | 39,2         |              |              |
| Financement extérieur                | 14,6         | 43,6         |              |              |
| Privatisation                        | 3,0          | 0,0          |              |              |

Sources : - MEFRA (DTFE)

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.

- Chiffres en milliards de dirhams sauf indication contraire.

Pour ce qui est des dépenses d'investissement, elles devraient enregistrer un accroissement de 0,6% ou 455 millions à 70,8 milliards en termes d'émission, correspondant à des crédits de paiement d'un montant de 85,7 milliards au lieu de 78,2 milliards dans la LF 2020. Cette évolution recouvre une réduction de 8,9 milliards des budgets d'investissement des départements ministériels et institutions et d'une augmentation de 16,4 milliards des charges communes d'investissement, permettant l'allocation de crédits d'un montant de 15 milliards au programme de relance de l'économie.

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les dernières données des comptes nationaux disponibles remontent au premier trimestre 2020 et ne reflètent donc que partiellement l'effet de la pandémie COVID-19 sur l'économie marocaine. Elles font ressortir une décélération de la croissance à 0,1% contre 2,8% un an auparavant, avec une atténuation de la baisse de la valeur ajoutée agricole à 5% après 5,9%, et un ralentissement rapide du rythme des activités non agricoles de 4,3% à 0,9%.

Aux deuxième et troisième trimestres, périodes marquées par le confinement strict de la population durant quasiment l'ensemble du deuxième trimestre et les fermetures localisées liées à l'apparition de clusters par la suite, les activités non agricoles auraient chuté de plus de 9% en moyenne au lieu d'une hausse de 3,6% un an auparavant. Quant à la valeur ajoutée agricole, elle aurait accusé un recul de 5,5% en raison des conditions climatiques défavorables qu'a connues le pays pour la deuxième année consécutive. Au total, le PIB aurait affiché une importante régression de 9% en moyenne après une progression de 2,4% au cours de la même période une année auparavant. Pour ce qui est de la demande, en dépit des mesures d'atténuation, la consommation des ménages aurait pâti des effets de la pandémie et l'investissement aurait enregistré une nette baisse dans un contexte d'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs. De même, les exportations nettes auraient contribué négativement à la croissance sous l'effet principalement de la récession chez les partenaires économiques du Maroc.

Cette contreperformance s'est reflétée sur la situation du marché du travail qui a accusé une perte nette de 589 mille emplois au deuxième trimestre par rapport au même trimestre de 2019, dont les quatre cinquième au niveau de l'agriculture. En outre, près des deux tiers des personnes en emploi ont travaillé moins que d'habitude et le nombre moyen d'heures travaillées par semaine et par personne a reculé de 45 à 22 heures, une baisse qui a concerné essentiellement les secteurs non agricoles. Tenant compte d'un retrait net de 93 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage s'est aggravé de 8,1% à 12,3% globalement, de 11,7% à 15,6% dans les villes et de 3% à 7,2% dans les campagnes.

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

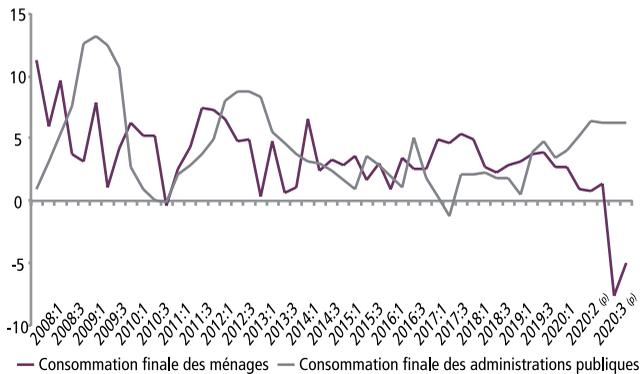
Au premier trimestre 2020, les données des comptes nationaux font ressortir une décélération du rythme de la consommation des ménages à 1,4% au lieu de 2,7% au même trimestre de l'année précédente. Sa contribution à la croissance est revenue ainsi à 0,8 point de pourcentage après 1,6 point.

Durant les deuxième et troisième trimestres, l'instauration du confinement du 20 mars jusqu'à quasiment la fin du deuxième trimestre et la baisse des revenus agricoles auraient impacté négativement la consommation des ménages dont le rythme se serait replié de 6,3% en moyenne, avec notamment un recul prononcé au deuxième trimestre, et ce, en dépit des mesures d'aide financière prises par le Comité de Veille Economique en faveur des salariés déclarés à la

CNSS en arrêt temporaire de l'activité et des ménages exerçant dans le secteur informel, aussi bien ramedistes que non ramedistes.

Ces projections sont corroborées par l'Indice de Confiance des Ménages qui a connu une forte dégradation revenant de 74,9 points au deuxième trimestre de l'année précédente à 65,6 points au même trimestre de 2020.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle a vu son rythme s'accroître à 6,2% au premier trimestre contre 3,4% au premier trimestre de 2019 en liaison avec la hausse des salaires dans la fonction publique. Sa contribution à la croissance est ainsi passée de 0,7 à 1,3 point de pourcentage.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, elle se serait accrue de près de 6,3% soutenue par les mesures d'atténuation de l'impact de la crise sanitaire et la hausse des salaires.

### 5.1.2 Investissement

Après s'être replié de 4,5% au premier trimestre de 2019, l'investissement a poursuivi son rythme de baisse au même trimestre de 2020 avec un recul de 4,8%. Sa participation à la croissance est demeurée ainsi négative, s'établissant à 1,4 point de pourcentage au lieu de 1,5 point au même trimestre une année auparavant.

Cette dynamique baissière se serait accentuée, durant les deuxième et troisième trimestres, avec une ampleur plus importante pour s'établir à -17,5% en moyenne. Ce repli est corroboré par les données des échanges extérieurs qui attestent à fin juillet d'une chute de 18,5% des importations de biens d'équipement.

## 5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre de 2020, dans un contexte de propagation de la pandémie COVID-19 au niveau international notamment en Chine et dans certains pays européens, la demande extérieure a dégagé une contribution négative à la croissance, de 0,5 point au lieu d'une contribution positive de 2 points le même trimestre une année auparavant. En effet, les exportations de biens et services ont enregistré une baisse de 4,4% après avoir augmenté de 6,5%, alors que les importations ont reculé de 2,4% contre une hausse 1,1%.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, les exportations de biens et services auraient chuté de près de 44% en moyenne suite à l'affaissement de la demande étrangère et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement dans plusieurs secteurs. Dans le même sillage, les importations auraient connu un fort recul de 33,5% en moyenne en liaison avec la contraction des achats des différents produits importés en particuliers les biens d'équipement.

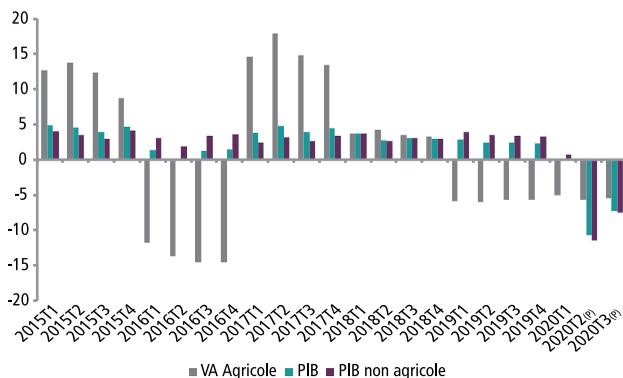
### 5.3 Offre globale

Au premier trimestre 2020, marqué par le début du confinement à partir du 20 mars, la croissance économique a fortement décéléré, revenant à 0,1% après 2,8% un an auparavant, avec un net ralentissement de 4,3% à 0,9% de la valeur ajoutée non agricole et une nouvelle baisse de 5%, après 5,9%, de celle agricole.

Aux deuxième et troisième trimestres, le PIB se serait contracté d'environ 9% en moyenne, après une hausse de 2,4% à la même période de l'année précédente. La valeur ajoutée agricole aurait accusé une diminution de 5,5%, après celle de 5,8%, reflétant le repli de 39% de la récolte céréalière, sous l'effet de conditions climatiques défavorables. Pour sa part, la valeur ajoutée non agricole aurait fléchi de 9,3% en moyenne, après

une hausse de 3,6% un an auparavant, sous l'effet du confinement au deuxième trimestre et des perturbations de l'activité au troisième trimestre.

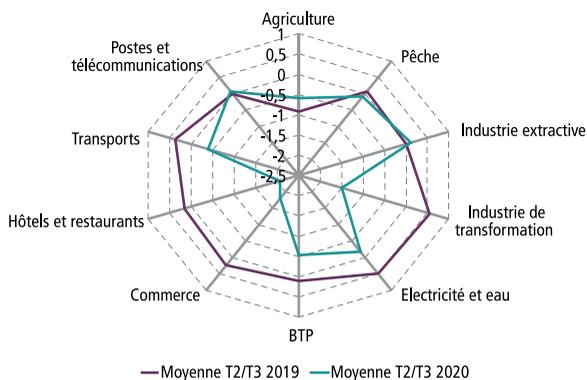
**Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)**



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, l'activité aurait régressé de 9,2% après une amélioration de 3,3%. A l'exception des industries extractives qui auraient enregistré une croissance positive de 6,7% au lieu de 0,6%, le repli de l'activité aurait concerné tous les autres secteurs avec une chute de 11,1%, après une augmentation de 2,6%, dans les industries de transformation. De même, la valeur ajoutée aurait diminué de 10,7% dans le BTP, avec la mise à l'arrêt de plusieurs chantiers, et de 6,9% dans la branche « électricité et eau », reflétant la baisse de l'activité dans plusieurs secteurs économiques.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant du tertiaire, sa valeur ajoutée aurait décliné de 9,4% en moyenne après une progression de 3,8%. Par

branche, elle aurait chuté de 85% pour l'hôtellerie et la restauration qui reste la branche la plus affectée par la pandémie. Elle se serait aussi repliée de 25%, après une augmentation de 2,3%, dans le « commerce » et de 10%, après un accroissement de 7,1%, pour les services de transport, traduisant les perturbations du trafic notamment aérien, routier et ferroviaire de voyageurs. A l'inverse, le rythme de l'activité aurait accéléré à 3,6% après un recul de 0,4% pour les « postes et télécommunications », à la faveur d'une utilisation plus importante des moyens de télécommunications induite notamment par l'essor du télétravail, le e-commerce et l'enseignement à distance durant la période de confinement.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

Entre le deuxième trimestre 2019 et la même période de 2020, la situation sur le marché du travail a été caractérisée par une baisse de 0,8% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12 millions de personnes. Cette évolution est le résultat d'une diminution de 6,7% dans le milieu rural et d'une hausse de 3,4% dans les villes. Tenant compte d'une progression de la population en âge d'activité, le taux de participation est revenu de 45,8% à 44,8% globalement et de 53,2% à 49,6% dans les campagnes, alors qu'il est passé de 41,8% à 42,2% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 589 mille postes, contre une création nette de 25 mille un an auparavant, ramenant ainsi la population active occupée à près de 10,5 millions de personnes, en repli de 5,3%. Cette perte a concerné l'ensemble des secteurs et plus particulièrement l'agriculture avec une baisse de 477 mille postes. Dans les autres branches, les pertes étaient de 69 mille dans l'industrie y compris l'artisanat, de 30 mille dans les services et de 9 mille dans le BTP.

En outre, le nombre total d'heures travaillées par semaine a chuté de 499 millions heures à 234 millions, soit un recul de 53,1%. Le BTP reste le plus touché par ce fléchissement avec une chute de 71%, suivi par l'industrie y compris l'artisanat (-63%), les services (-54%) et l'agriculture, forêt et pêche (-41%).

#### 5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a connu un rebond de 50,6% à près de 1,5 million de personnes, et le taux de chômage s'est aggravé, passant de 8,1% à 12,3% au niveau national, de 11,7% à 15,6% dans les villes et de 3% à 7,2% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, un jeune sur trois globalement et près d'un jeune citadin sur deux ont été au chômage.

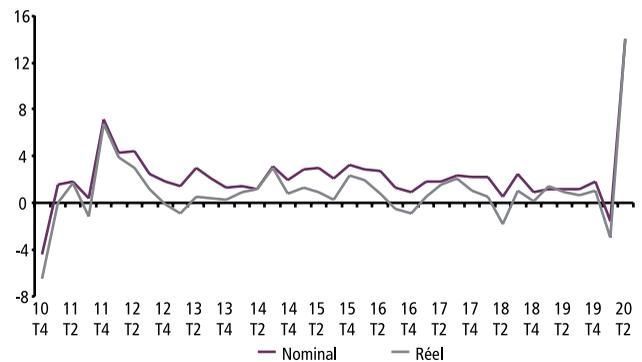
Parallèlement, le taux de sous-emploi<sup>1</sup> est passé de 9% à 13% au niveau national, de 7,8% à 12,2% en milieu urbain et de 10,6% à 14,1% en zones rurales.

#### 5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles et sous les effets de la propagation de la pandémie du Covid-19, la productivité apparente du travail aurait accusé une nouvelle baisse de 6,7% au deuxième trimestre 2020, après celle de 3% le même trimestre un an auparavant, traduisant des replis de 11,4% de la valeur ajoutée et de 5,1% des effectifs employés après des progressions respectives de 3,7% et de 7%.

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 14% aussi bien en termes nominaux qu'en termes réels au deuxième trimestre. Cette hausse s'expliquerait par le fait que les personnes ayant perdu leur emploi durant le confinement sont beaucoup plus celles ayant les salaires les plus bas.

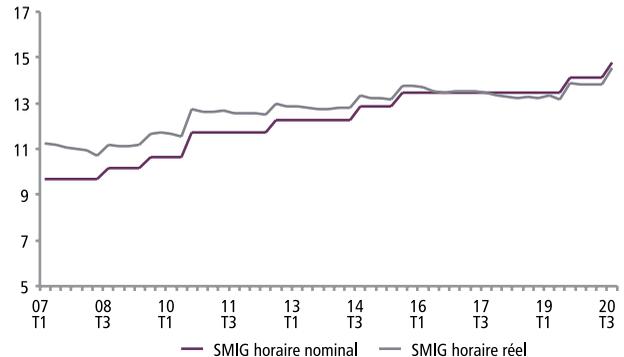
**Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources : CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 14,13 dirhams au deuxième trimestre 2020 et devrait passer à 14,81 dirhams au troisième sous l'effet de l'application de la revalorisation convenue dans le cadre du dialogue social conclu le 25 avril 2019. En termes réels, le SMIG a augmenté de 5% au deuxième trimestre et se serait accru de 4,7% au troisième.

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

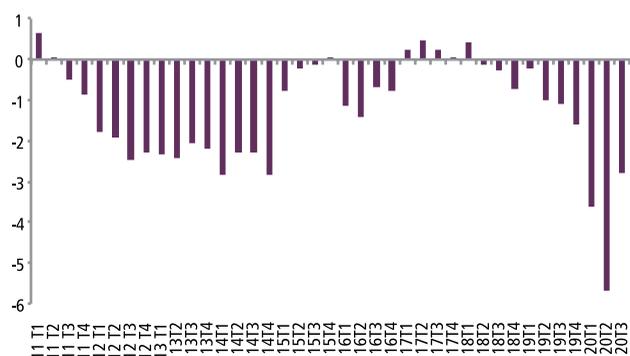


Sources : Ministère de l'Emploi et des Affaires Sociales et calculs BAM.

Dans ces conditions, l'output-gap se serait creusé davantage au deuxième trimestre et s'atténuerait légèrement au troisième.

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

**Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)**



Source : Estimation BAM.

**Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail**

|  | T2 2019     | T2 2020     |
|--|-------------|-------------|
| <b>Taux d'activité (en %)</b>  | <b>45,8</b> | <b>44,8</b> |
| Urbain   | 41,8        | 42,2        |
| Rural  | 53,2        | 49,6        |
| <b>Taux de chômage (en %)</b>  | <b>8,1</b>  | <b>12,3</b> |
| Jeunes âgés de 15 à 24 ans   | 22,2        | 33,4        |
| Urbain   | 11,7        | 15,6        |
| Jeunes âgés de 15 à 24 ans   | 36,1        | 47,4        |
| Rural  | 3,0         | 7,2         |
| <b>Créations d'emplois (en milliers)</b>                               | 25,0        | -589,0      |
| Urbain   | 144,0       | -69,0       |
| Rural  | -119,0      | -520,0      |
| Secteurs   |             |             |
| - Agriculture  | -           | -477,0      |
| - Industrie y compris l'artisanat                                      | -           | -69,0       |
| - BTP  | -           | -9,0        |
| - Services   | -           | -30,0       |
| <b>Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)</b> | <b>-3,0</b> | <b>-6,7</b> |
| <b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>                     |             |             |
| nominal  | 1,1         | 14,0        |
| réel   | 0,9         | 14,0        |

\* Les créations d'emplois par secteur n'ont pas été publiées pour T2 2019.  
Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Les mesures restrictives mises en place, à partir du mois de mars, pour limiter la propagation de la pandémie du Covid-19, ont impliqué des tensions temporaires sur les prix de certains produits notamment alimentaires. Ces dernières ont été toutefois largement contrebalancées par les pressions désinflationnistes émanant de la contraction de la demande. Ainsi, le ralentissement de l'inflation a été plus marqué que prévu lors du dernier RPM. L'indice des prix à la consommation est en effet resté stable, en comparaison annuelle, au deuxième trimestre après s'être accru de 1,4% au premier trimestre et a connu une légère baisse de 0,1% en juillet. Cette nouvelle décélération est attribuable au repli plus prononcé des prix des produits alimentaires à prix volatils et au ralentissement de l'inflation sous-jacente. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont connu une atténuation de leur recul à 14,1% au lieu de 24% en lien avec l'orientation à la hausse des cours internationaux. En outre, les tarifs des produits réglementés ont vu leur rythme de progression s'accroître de 0,6% à 1,2% et ce, en l'absence de décisions officielles émanant des pouvoirs publics.

Au troisième trimestre 2020, l'inflation se situerait autour de 0,4% reflétant la décélération prévue de sa composante sous-jacente à 0,5%.

### 6.1 Evolution de l'inflation

Après avoir stagné en comparaison annuelle au deuxième trimestre, l'indice des prix à la consommation s'est légèrement replié de 0,1% en juillet, tiré par la baisse prononcée des prix des produits alimentaires à prix volatils et la décélération de l'inflation sous-jacente. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont connu une atténuation de leur recul et les tarifs des produits réglementés ont vu leur rythme de progression s'accroître.

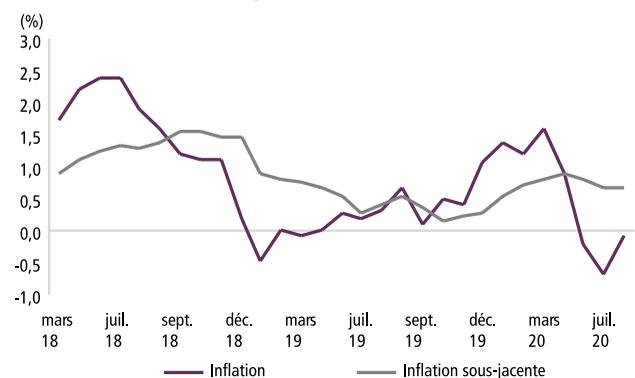
#### 6.1.1 Prix des produits exclus de l'inflation sous-jacente

En juillet, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont reculé de 4,7% en juillet au lieu de 0,5% en moyenne au deuxième trimestre. Cette baisse a été particulièrement marquée pour les légumes frais, avec un reflux de 12% et pour les poissons frais et les volaille et lapin avec des diminutions respectives de 7% et 14,9%. Ces replis ont été légèrement contrebalancés par le renchérissement de 86,4% des agrumes.

Au total, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont participé à hauteur de 0,6 point de pourcentage à

la baisse de l'inflation en juillet contre une contribution neutre en moyenne au deuxième 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\***

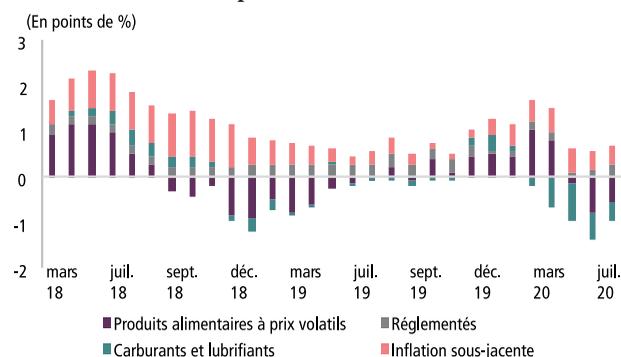
| (En %)  | Glissement mensuel |             |             | Glissement annuel |             |             |
|---|--------------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|-------------|
|   | mai 20             | juin 20     | juil. 20    | mai 20            | juin 20     | juil. 20    |
| <b>Inflation</b>  | <b>-0,2</b>        | <b>-0,3</b> | <b>-0,3</b> | <b>-0,2</b>       | <b>-0,7</b> | <b>-0,1</b> |
| - Produits alimentaires à prix volatils                               | -1,8               | -3,5        | -4,9        | -1,3              | -6,2        | -4,7        |
| - Produits réglementés  | 0,0                | 0,2         | 0,6         | 0,5               | 0,6         | 1,2         |
| - Carburants et lubrifiants   | -0,9               | 8,1         | 6,9         | -27,2             | -20,4       | -14,1       |
| <b>Inflation sous-jacente</b>   | <b>0,0</b>         | <b>-0,2</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,8</b>        | <b>0,7</b>  | <b>0,7</b>  |
| - Produits alimentaires   | -0,2               | -0,5        | -0,1        | 0,3               | 0,1         | 0,1         |
| - Articles d'habillement et chaussures                                | 0,1                | -0,3        | -0,1        | 0,5               | 0,4         | 0,3         |
| - Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles <sup>1</sup> | 0,4                | 0,2         | 0,2         | 1,5               | 1,7         | 1,5         |
| - Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer           | 0,1                | 0,0         | 0,0         | 0,2               | 0,1         | 0,1         |
| - Santé <sup>1</sup>  | 0,0                | 0,0         | 0,0         | 0,9               | 0,3         | 0,3         |
| - Transport <sup>2</sup>  | 0,2                | 0,1         | 0,4         | 1,1               | 0,7         | 0,8         |
| - Communication   | 0,0                | 0,0         | 0,0         | -0,4              | -0,4        | -0,4        |
| - Loisirs et cultures <sup>1</sup>                                    | -0,4               | 0,0         | -0,1        | -1,6              | -1,4        | -1,6        |
| - Enseignement  | 0,0                | -0,1        | 0,0         | 3,2               | 3,1         | 3,1         |
| - Restaurants et hôtels   | -0,1               | 0,1         | 0,2         | 1,2               | 1,0         | 0,7         |
| - Biens et services divers <sup>1</sup>                               | 0,0                | 0,0         | 0,2         | 1,2               | 1,3         | 1,4         |

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**



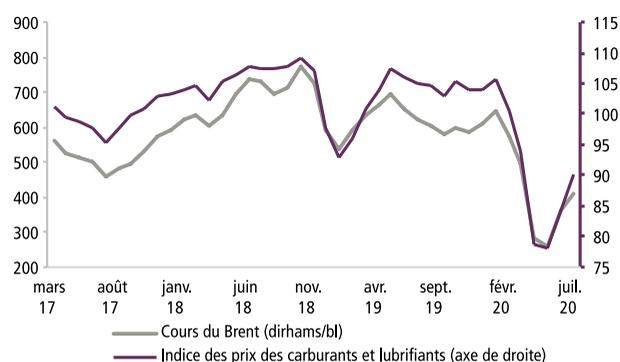
Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des prix des carburants et lubrifiants, leur recul s'est atténué en juillet pour se situer à 14,1% au lieu de 24% un trimestre auparavant en lien avec l'augmentation des cours des produits pétroliers. Porté par la reprise de la demande mondiale du pétrole

suite à l'allègement des restrictions et à la baisse de la production particulièrement des pays membres de l'OPEP+, le cours du Brent a atteint 42,8\$/bl contre 31,4\$/bl au deuxième trimestre, mais demeure en deçà des niveaux observés avant la propagation du Covid-19. En parallèle, la monnaie nationale s'est appréciée de 3,4% par rapport au dollar en juillet.

Au total, la contribution de l'évolution des prix de ces produits à l'inflation continue d'être négative, se situant à -0,4 point de pourcentage en juillet au lieu de -0,7 point en moyenne au deuxième trimestre.

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



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont enregistré une accélération de leur rythme de progression à 1,2% en juillet au lieu 0,6%, reflétant exclusivement l'augmentation de 8% en juillet, après celle de 1,6% au deuxième trimestre, des tarifs du transport routier de passagers en réponse aux nouvelles exigences sanitaires consistant entre autres en la réduction du nombre de voyageurs transportés à 50% de la capacité.

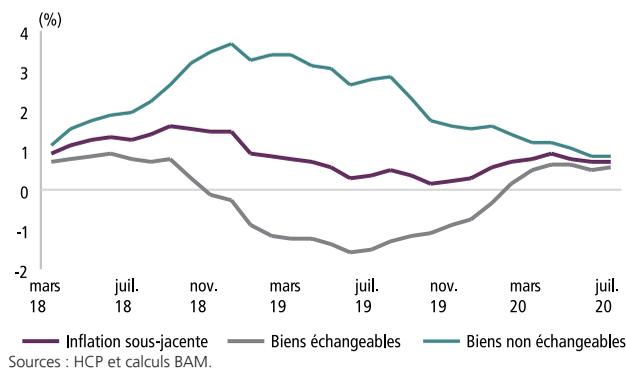
En termes de contribution à l'inflation, ces tarifs ont participé à hauteur de 0,3 point de pourcentage à la hausse de l'inflation au lieu de 0,1 point le trimestre précédent.

## 6.1.2 Inflation sous-jacente

Les effets baissiers de la contraction de la demande commencent à se faire graduellement ressentir au niveau de l'inflation sous-jacente. Cette dernière a ralenti à 0,7% en juillet après s'être établie à 0,8% au deuxième trimestre impactée par la décélération du rythme d'évolution des prix de 0,4% à 0,1% pour les produits alimentaires qui y sont inclus, de 0,6% à 0,3% pour les « articles d'habillement et de chaussures », de 1,2% à 0,7% pour les « restaurants et hôtels » et de 0,6% à 0,3% pour la « santé ». Les prix des autres rubriques ont, pour leur part, évolué à un rythme quasi-inchangé par rapport à celui enregistré au deuxième trimestre.

Cette décélération a été particulièrement perceptible au niveau des prix des biens non échangeables dont l'évolution est revenue de 1% à 0,8% en juillet alors que ceux des biens échangeables se sont accrus au même rythme qu'un trimestre auparavant, soit 0,6%.

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



En effet, la hausse de 5,6%, au lieu du repli de 2,1%, observée au niveau des prix du transport aérien des passagers a contrebalancé la décélération des prix des principaux produits alimentaires échangeables comme les « produits à base de céréales », le « café », les « huiles » et les « huiles et graisses » et non alimentaires comme les « vêtements pour femme ».

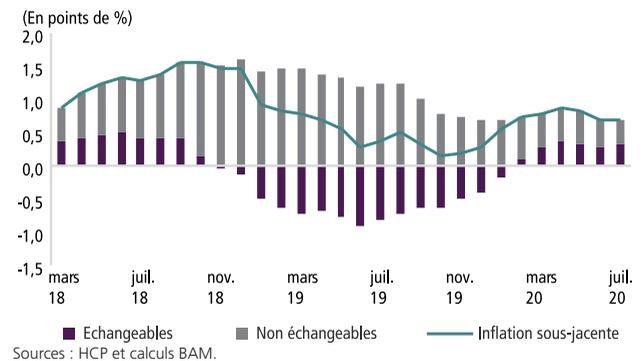
**Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables**

| (En %)                        | Variation mensuelle |         |          | Glissement annuel |         |          |
|-------------------------------|---------------------|---------|----------|-------------------|---------|----------|
|                               | mai 20              | juin 20 | juil. 20 | mai 20            | juin 20 | juil. 20 |
| Biens échangeables            | -0,1                | -0,2    | 0,0      | 0,6               | 0,5     | 0,6      |
| Biens non échangeables        | 0,0                 | -0,1    | 0,1      | 1,0               | 0,9     | 0,8      |
| <b>Inflation sous-jacente</b> | 0,0                 | -0,2    | 0,0      | 0,8               | 0,7     | 0,7      |

Sources : HCP et calculs BAM.

Au niveau des produits non échangeables, le ralentissement a concerné aussi bien les prix des « viandes fraîches » que certains services tels que les « restaurants, café et établissements similaires » et l'« entretien et la réparation de véhicules de particuliers ».

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



## 6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

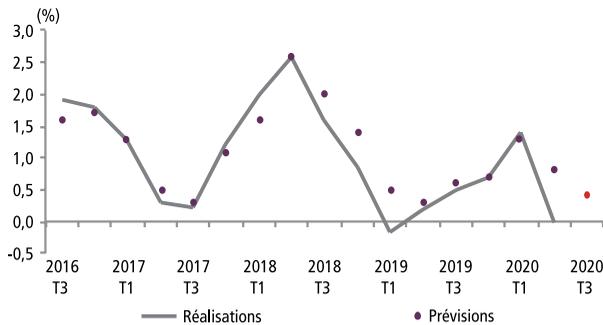
Au troisième trimestre 2020, l'inflation devrait ressortir à un niveau faible, aux alentours de 0,4%.

Les pressions désinflationnistes devraient en effet conduire à une décélération plus marquée de l'inflation sous-jacente au cours de ce trimestre pour se situer à 0,5% au lieu de 0,8% le trimestre précédent.

Les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient, pour leur part, augmenter de 1% au lieu d'un repli de 0,5% un trimestre auparavant, comme le laissent indiquer les données à haute fréquence relatives aux prix de gros.

En revanche, l'orientation à la hausse prévue des cours internationaux des produits pétroliers devrait contribuer à côté de l'effet du relèvement des prix de certains produits à tarifs réglementés en juillet à atténuer légèrement l'impact de ces pressions baissières sur les prix. Les carburants et lubrifiants connaîtraient ainsi une baisse de leur prix de 12,3% au lieu de celle de 24% un trimestre auparavant, contribuant ainsi à hauteur 0,3 point de pourcentage à la hausse de l'inflation.

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



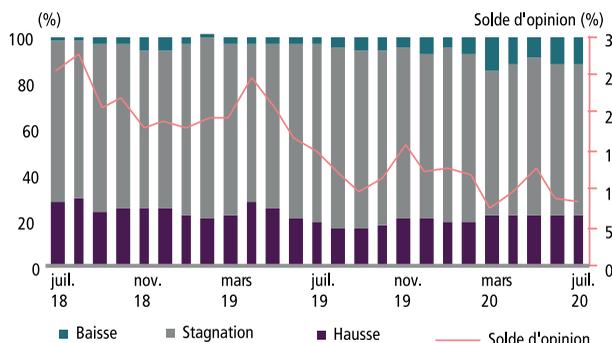
Les écarts de prévisions observées entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais remplacé par celui base 100=2017.

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 de juillet 2020 indiquent que 66% des industriels enquêtés anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 21% prévoient une hausse et 13% tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi de 9%.

**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 troisième trimestre 2020 indiquent que les experts financiers prévoient une inflation de 1,1% sur l'horizon des huit prochains trimestres, au lieu de 1,4% un trimestre auparavant.

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

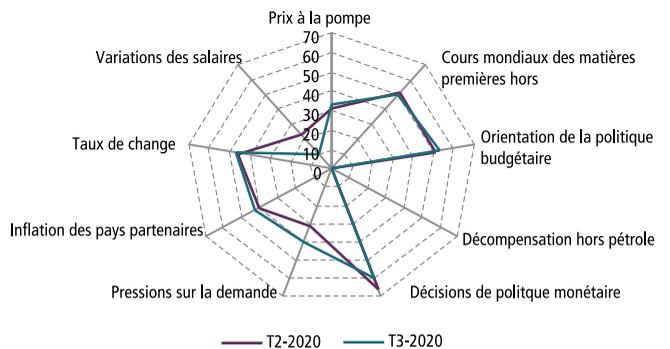


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

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

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

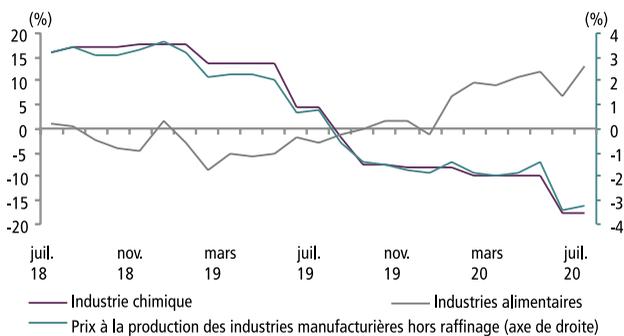


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

## 6.4 Prix à la production

Entamé depuis le troisième trimestre 2019, le repli des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage continue de s'accroître en juillet, se situant à -3,2% après -2,2% au deuxième trimestre et -1,7% en moyenne au cours des trois premiers mois de 2020. Cette évolution traduit principalement le reflux de 17,7% après celui de 12,4% des prix à la production de l'« industrie chimique » et la décélération de 1,8% à 0,4% du rythme de progression de l'« industrie d'habillement ». En revanche, les prix à la production des industries alimentaires se sont accrus de 2,6% au lieu de 2% au deuxième trimestre.

**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

---

La pandémie du Covid-19 et les mesures de confinement mises en place par les autorités ont provoqué une forte baisse de l'activité économique mondiale et une perte significative de l'emploi, se traduisant ainsi par la plus profonde récession depuis la grande dépression de la fin des années 20 du siècle dernier. Même si la plupart des pays ont enclenché une réouverture progressive de leurs économies, celles-ci continuent de pâtir d'incertitudes exceptionnellement élevées liées à l'évolution de la pandémie, ses impacts économiques et sociaux ainsi qu'au rythme de la reprise. Ce chapitre présente un scénario d'évolution des principaux agrégats macroéconomiques nationaux. Il repose sur un certain nombre d'hypothèses liées notamment à l'évolution de la pandémie et à l'ampleur du choc économique de la crise. Il s'agit ainsi davantage d'un scénario d'évolution que de projections au sens classique du terme.

Impactant aussi bien l'offre que la demande, cette pandémie devrait se traduire par un recul du PIB mondial de 4,4% en 2020, avant un rebond de 4,9% en 2021, une reprise qui serait toutefois inégale et entourée de fortes incertitudes. Au niveau des économies avancées, le PIB reculerait sensiblement aux Etats-Unis avant de renouer avec la croissance en 2021. De même, la zone euro connaîtrait une forte contraction et sa reprise en 2021 serait freinée par les problèmes structurels et budgétaires persistants dans plusieurs pays de la région. Pour sa part, le Royaume-Uni, déjà fragilisé par les problèmes post-Brexit, connaîtrait une récession historique et serait l'un des pays avancés les plus impactés par la pandémie. Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine resterait positive en 2020, la situation économique s'étant nettement redressée au deuxième trimestre à la faveur d'une forte production industrielle et des mesures de soutien budgétaire et devrait s'accélérer sensiblement en 2021. L'activité en Inde serait lourdement impactée en 2020, eu égard aux difficultés de maîtrise du virus, mais devrait se raffermir en 2021.

S'agissant des matières premières, le prix du Brent devrait ressortir à 43,1 USD/bl en moyenne cette année, en baisse de 32,7% d'une année à l'autre, et à 55,7 USD/bl en 2021. Pour leur part, les cours du phosphate et de ses dérivés devraient enregistrer en 2020 des niveaux inférieurs en moyenne à ceux observés en 2019, avant de s'accroître en 2021, tandis que ceux des produits alimentaires s'inscriraient sur une tendance haussière sur l'horizon de prévision.

La pandémie du Covid-19, conjuguée aux niveaux bas des cours des produits énergétiques, pèserait sur l'inflation en 2020. Ces pressions baissières devraient s'atténuer graduellement sur le reste de l'horizon de prévision en ligne avec le redressement prévu de la demande. L'inflation ralentirait sensiblement aux Etats-Unis en particulier, avant d'augmenter en 2021, tandis que dans la zone euro, elle évoluerait à des niveaux largement inférieurs à l'objectif de la BCE sur l'horizon de prévision.

Au niveau national, le creusement du déficit du compte courant devrait s'accroître en 2020 à 6% du PIB avant de s'alléger à 5,2% en 2021. En ce qui concerne les recettes d'IDE, elles devraient reculer à l'équivalent de 1,5% du PIB en 2020, avant de revenir à leur moyenne observée avant la crise, soit 3,2% du PIB.

Sous les hypothèses d'entrées de dons de 7,2 milliards en 2020, dont 0,8 milliard en provenance des pays du CCG, et de 2,6 milliards en 2021, dont 1 milliard en provenance du CCG, ainsi que de sorties

à l'international du Trésor aussi bien en 2020 qu'en 2021, l'encours des AOR devrait se situer à 294,7 milliards à fin 2020 et à 289 milliards à fin 2021, soit l'équivalent de 6 mois et 27 jours et de 6 mois et 23 jours d'importations de biens et services respectivement.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire, hors privatisation, se situerait à 7,9% du PIB en 2020, au lieu de 7,6% prévu en juin, et 4,1% réalisé en 2019. Cette aggravation est le résultat de la baisse des recettes induite par la récession économique, ainsi que de certaines mesures de soutien budgétaire dans le cadre de l'atténuation de l'impact de la crise. En 2021, le déficit devrait s'atténuer à 5,1% du PIB.

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 l'évolution prévue de l'activité économique, 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 à un taux autour de 4% en 2020 et en 2021. Par ailleurs, le taux de change effectif réel devrait se déprécier sur l'horizon de prévision, après s'être apprécié en 2019.

L'économie nationale se contracterait de 6,3% en 2020, suite à un recul de 5,3% de la valeur ajoutée agricole ainsi qu'à une diminution de 6,3% de celle non agricole, en lien avec la chute de la demande étrangère et les mesures prises dans le cadre de la lutte contre la propagation de la pandémie du Covid-19. En 2021, la croissance se raffermirait à 4,7%. Ce rebond refléterait une augmentation de 12,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière de 75 MQx, et une amélioration de 3,7% de celle non agricole.

Dans ce contexte de faibles pressions inflationnistes, l'inflation se situerait à un niveau bas de 0,7% en moyenne entre 2020 et 2021. Pour sa part, sa composante sous-jacente s'établirait à 0,6% en moyenne.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

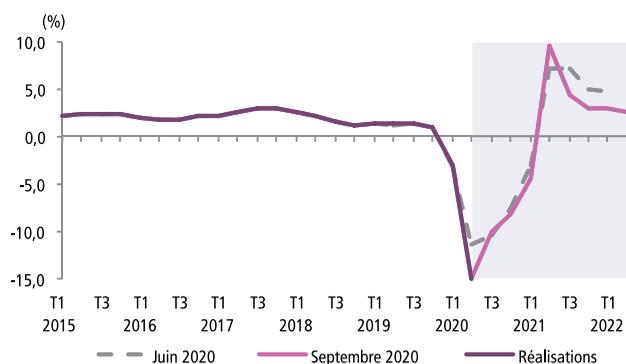
### Forte récession mondiale en 2020 et reprise inégale attendue en 2021

Impactant aussi bien l'offre que la demande, la pandémie du Covid-19 devrait plonger l'économie mondiale en 2020 dans sa pire récession depuis la grande dépression. Le PIB mondiale devrait reculer de 4,4% en 2020 avant de rebondir de 4,9% en 2021, une reprise qui serait toutefois inégale. Ces perspectives sont entourées de fortes incertitudes liées à l'évolution de la pandémie et à l'impact des mesures mises en place par les autorités publiques.

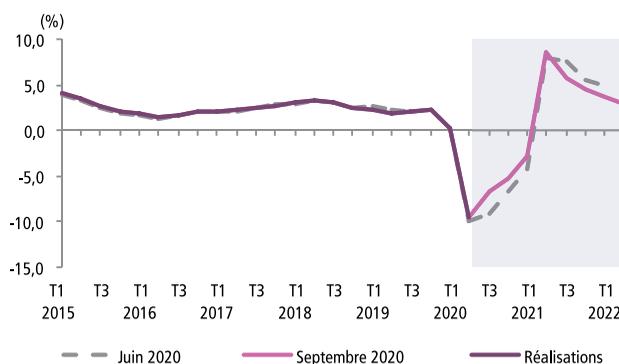
Aux Etats-Unis, le PIB reculerait de 5,3%, avant de renouer avec la croissance avec un taux de 4% en 2021. Dans la zone euro, l'activité économique connaîtrait une contraction de 9,1% en 2020, suivie d'une reprise avec un taux de 3,1% en 2021, freinée par les problèmes structurels et budgétaires persistants dans plusieurs pays de la région. Sur les marchés du travail, le chômage connaîtrait une nette hausse aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro, l'impact de cette pandémie resterait contenu, grâce essentiellement aux dispositifs de maintien de l'emploi. Pour sa part, le Royaume-Uni, déjà fragilisé par les problèmes post-Brexit, connaîtrait une récession historique et serait l'un des pays avancés les plus impactés par la pandémie. Il enregistrerait une baisse du PIB de 12,7% en 2020, suivie d'une amélioration limitée de 2,8% en 2021.

Dans les principaux pays émergents, la situation économique en Chine s'est nettement redressée au deuxième trimestre 2020 à la faveur des mesures de soutien budgétaire, avec notamment une nette amélioration de la production industrielle. Dans ces conditions, la croissance resterait positive en 2020, avec un taux prévu à 0,8%, avant de rebondir à 7,5% en 2021. En Inde, le PIB chuterait de 4% en 2020, en nette révision à la baisse en raison des difficultés de maîtrise de la propagation du virus, avant de remonter de 8,5% en 2021. Au Brésil, les problèmes budgétaires persistants devraient peser sur la croissance. L'activité enregistrerait une forte récession de 7,8% en 2020 et la reprise devrait être limitée en 2021, avec un taux de croissance prévu à 4,2%.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN<sup>1</sup>, août 2020.

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

Les banques centrales aussi bien des pays avancés qu'émergents ont maintenu une orientation accommodante de leur politique monétaire afin de faire face aux retombées économiques et sociales de la pandémie du Covid-19.

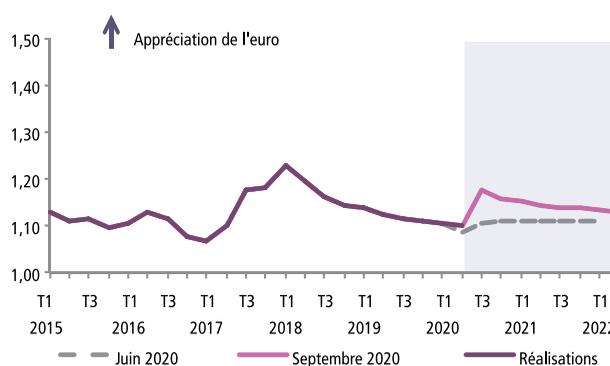
<sup>1</sup> Global Projection Model Network.

En particulier, la BCE a décidé, à l'issue de sa dernière réunion du 10 septembre courant, de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers son objectif. Parallèlement, elle a confirmé qu'elle poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1350 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'elle juge que la crise est passée. Elle a annoncé également que ses achats nets en vertu du programme d'achats d'actifs se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros et qu'elle prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire. Il en est de même pour ceux sous l'enveloppe temporaire additionnelle de 120 milliards d'euros et ce, jusqu'à la fin de l'année. Enfin, elle a décidé de continuer à fournir une liquidité abondante via ses opérations de refinancement.

Pour sa part, au terme de sa réunion des 15-16 du mois courant, la première après l'annonce de la refonte du cadre de sa politique monétaire, la FED a décidé de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%]. Elle a annoncé prévoir maintenir cette fourchette jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec les évaluations du comité sur l'emploi maximum et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément 2% pendant un certain temps. Elle a également indiqué qu'elle augmentera ses avoirs de titres du Trésor et des titres hypothécaires au cours des prochains mois au moins au rythme actuel afin de maintenir le bon fonctionnement du marché et contribuer à favoriser des conditions financières accommodantes.

Sur le marché de change, l'euro s'est nettement renforcé par rapport au dollar américain depuis juin, soutenu en particulier par le plan européen de relance post-Covid-19. Il devrait ressortir en appréciation de 1,3% à 1,13 dollar en moyenne en 2020, en révision à la hausse comparativement aux projections de juin, avant de se stabiliser à 1,14 dollar en 2021.

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



Source : GPMN, août 2020.

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

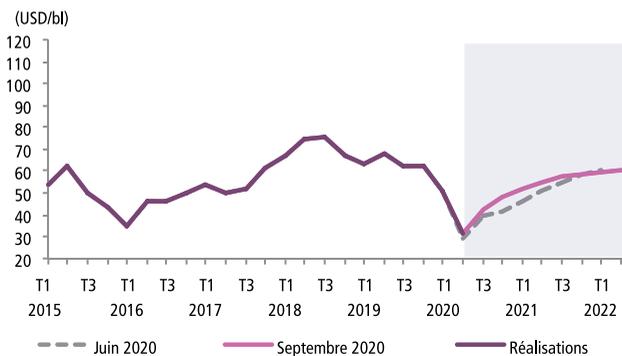
Sous l'effet de la reprise de la demande mondiale du pétrole à la suite de la réouverture des économies et de la baisse de la production des Etats-Unis et des pays membres de l'OPEP+, le prix du Brent s'est inscrit sur une tendance haussière depuis mai 2020, tout en restant largement inférieur à son niveau d'avant Covid-19. Les

prévisions ont été ainsi révisées à la hausse, avec un prix qui devrait ressortir en moyenne à 43,1 USD/bl en 2020, en baisse de 32,7% d'une année à l'autre, et à 55,7 USD/bl en 2021.

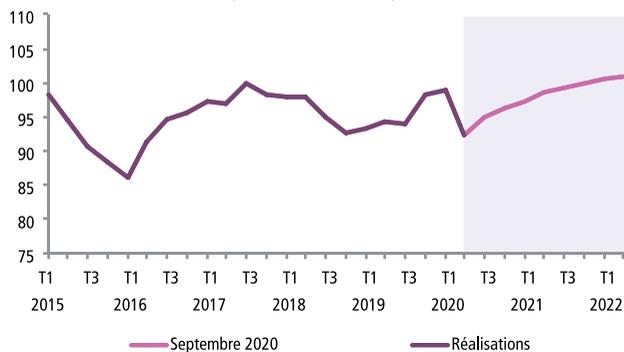
S'agissant du phosphate et de ses dérivés, les cours se sont maintenus au cours des huit premiers mois de l'année à des niveaux inférieurs en moyenne à ceux observés en 2019. Pour le DAP en particulier, bien qu'il soit inscrit en hausse depuis janvier 2020, son cours s'est établi à 285,7 USD/t en moyenne contre 306,4 USD/t. Sur l'ensemble de l'année, les prix enregistreraient, selon les projections d'avril de la Banque mondiale, un recul de 11,3% à 78 USD/t pour le phosphate brut, de 13,4% à 255 USD/t pour le TSP et de 7% à 285 USD/t pour le DAP. En 2021, les prix sont prévus en accroissement d'environ 3%. Quant aux cours des produits alimentaires, après une baisse de 0,8% en 2019, ils devraient s'accroître de 0,6% en 2020 puis de 3,3% en 2021.

Dans ces conditions, les effets baissiers sur l'inflation de la contraction de la demande l'emportent sur les pressions inflationnistes exercées par la perturbation des approvisionnements en 2020. Ils sont toutefois prévus en atténuation graduelle sur le reste de l'horizon de prévision en ligne avec le redressement attendu de la demande. Aux Etats-Unis en particulier, l'inflation ralentirait de 1,8% en 2019 à 1,1% en 2020 avant d'augmenter à 2,5% en moyenne en 2021. Dans la zone euro, elle évoluerait à des niveaux largement inférieurs à l'objectif de la BCE, avec des taux prévus à 0,6% en 2020 et 1,4% en 2021.

**Graphique 7.4 : Prix du Brent**



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

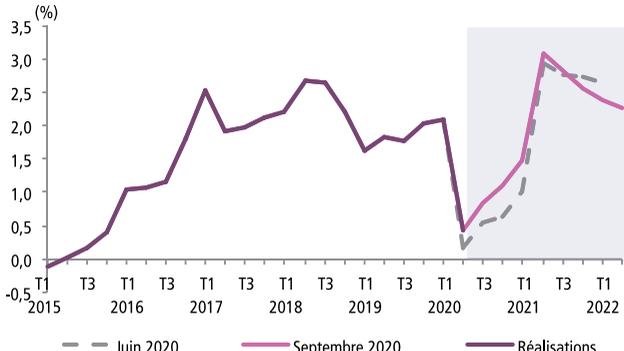


\* La FAO a procédé en juillet à une révision de la période de référence (de 2002-2004 à 2014-2016) pour le calcul de l'indice ainsi qu'à un élargissement du panier de produits le constituant.

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



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



Source : GPMN, août 2020.

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

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 hypothèses d'une production céréalière moyenne de 75 MQx et d'une poursuite de l'évolution tendancielle des autres cultures sont retenues.

### 7.2 Projections macroéconomiques

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

En 2020, sous l'effet des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de l'activité dans certains secteurs et du repli de la demande interne et externe, le déficit du compte courant devrait s'accroître passant de 4,1% du PIB en 2019 à 6% du PIB en 2020, et ce malgré la reprise enregistrée après le déconfinement. Sous l'hypothèse de la consolidation de cette dernière dynamique et de l'ouverture des frontières au T2-2021, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 5,2% du PIB en 2021. Ces prévisions intègrent des entrées prévues de dons de 7,2 milliards en 2020, dont 0,8 milliard en provenance du CCG, et de 2,6 milliards en 2021, dont un milliard en provenance du CCG.

En 2020, les exportations devraient diminuer de 16,6% après une hausse de 2,4% en 2019. Le repli devrait concerner l'ensemble des secteurs, en particulier ceux les plus intensifs en main d'œuvre et ceux impactés par des reflux importants la demande étrangère comme la construction automobile, le câblage et le textile.

En parallèle, les importations de biens devraient reculer de 17,4% en 2020, en relation essentiellement avec l'allègement de la facture énergétique et le recul des acquisitions de biens d'équipement. S'agissant des recettes de voyage, sous l'hypothèse du maintien d'une fermeture quasi-totale des frontières jusqu'au premier trimestre 2021, elles devraient diminuer de 70%. Moins impactés, la baisse des transferts des MRE devrait se limiter à 5%.

En 2021, les exportations devraient progresser de 22,4%, en lien principalement avec l'accroissement de la production de l'usine PSA de Kénitra. Les importations devraient, pour leur part, s'accroître de 17%, résultat principalement d'une reprise des acquisitions de biens d'équipement et d'un alourdissement de la facture énergétique. Les recettes de voyage devraient plus que doubler, mais se maintiendraient à un niveau largement inférieur à celui de 2019, et les transferts des MRE progresseraient de 2,4%.

Concernant les entrées d'IDE, elles devraient reculer à 1,5% du PIB en 2020, contre 2,9% du PIB en 2019, avant de revenir en 2021 au niveau moyen observé avant la crise soit l'équivalent de 3,2% du PIB.

Tenant compte de ces évolutions ainsi que d'une hypothèse de sorties à l'international du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 294,7 milliards de dirhams en 2020 et à 289 milliards en 2021, soit l'équivalent de 6 mois et 27 jours et de 6 mois et 23 jours d'importations de biens et services respectivement.

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

| Variation en %, sauf indication contraire                                      | Réalizations |             |             |             |             | Prévisions  |             | Ecart (sept./juin) |            |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|------------|
|  | 2015         | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2020               | 2021       |
| Exportations de biens (FOB)  | 8,6          | 3,5         | 10,3        | 10,7        | 2,4         | -16,6       | 22,4        | -0,8               | -8,3       |
| Importations de biens (CAF)  | -4,9         | 10,3        | 6,7         | 9,9         | 2,0         | -17,4       | 17,0        | -6,7               | 5,9        |
| Recettes de voyage   | -1,4         | 5,0         | 12,3        | 1,2         | 7,8         | -69,6       | 105,1       | -9,6               | 45,1       |
| Transferts des MRE   | 4,8          | 4,0         | 5,3         | -1,5        | -0,2        | -5,0        | 2,4         | 20,0               | -2,8       |
| <b>Solde du compte courant (en % du PIB)</b>                                   | <b>-2,1</b>  | <b>-4,1</b> | <b>-3,4</b> | <b>-5,3</b> | <b>-4,1</b> | <b>-6,0</b> | <b>-5,2</b> | <b>4,3</b>         | <b>0,6</b> |
| <b>Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services</b> | <b>6,1</b>   | <b>6,4</b>  | <b>5,6</b>  | <b>5,3</b>  | <b>7,1</b>  | <b>6,9</b>  | <b>6,8</b>  | <b>1,9</b>         | <b>1,7</b> |

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

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

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

Sur la base des évolutions prévues des réserves de change et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 82 milliards de dirhams à fin 2020 et à 109,8 milliards à fin 2021. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 6% en juillet 2020, traduisant en grande partie la poursuite de la hausse des facilités de trésorerie aux entreprises non financières privées. En termes de perspectives, et tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique, 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 3,5% en 2020 et de 3,8% en 2021. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la croissance de l'agrégat M3 devrait s'établir à 5,4% en 2020 et à 3,6% en 2021.

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

| Variation en %, sauf indication contraire | Réalizations |       |       |       | Prévisions |        | Ecart (sept./juin) |      |
|---|--------------|-------|-------|-------|------------|--------|--------------------|------|
|   | 2016         | 2017  | 2018  | 2019  | 2020       | 2021   | 2020               | 2021 |
| Crédit bancaire au secteur non financier  | 3,9          | 3,8   | 3,1   | 5,5   | 3,5        | 3,8    | 1,6                | 1,2  |
| M3  | 4,7          | 5,5   | 4,1   | 3,8   | 5,4        | 3,6    | 4,7                | -0,5 |
| Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH  | -14,7        | -40,9 | -69,0 | -62,3 | -82,0      | -109,8 | 71,9               | 61,1 |

## Détérioration de la situation budgétaire en raison de la pandémie du Covid-19

Sur la base des données de la loi de finances rectificative, le déficit budgétaire de 2020 devrait s'établir à 7,9% du PIB, soit un ajustement de 0,3 point du PIB par rapport à l'exercice de prévision de juin. Cette aggravation s'explique, du côté des recettes, principalement par la révision à la baisse des recettes fiscales, tenant compte de la prévision d'une chute plus prononcée de l'activité économique. Au niveau des dépenses, la loi de finances rectificative a programmé des réductions au niveau de la masse salariale et de la charge de compensation par rapport à la loi de finances initiale. En outre, les dépenses d'investissement ont été légèrement renforcées, avec une réorientation des disponibilités vers le programme de relance de l'économie, en réduisant les crédits d'investissement de la majorité des départements ministériels.

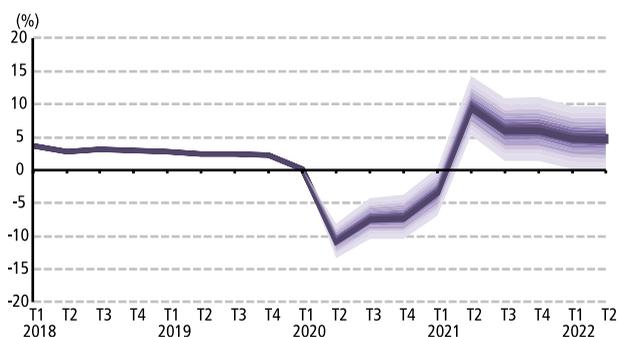
En 2021, le déficit budgétaire se situerait à 5,1% du PIB, en hausse de 0,1 point de PIB par rapport à l'exercice de prévision de juin, sous l'effet essentiellement de la révision à la baisse de la croissance économique.

### Forte contraction de l'économie en 2020 et reprise attendue en 2021

Sous l'effet conjugué des conditions climatiques défavorables et de la pandémie du Covid-19, l'économie nationale devrait connaître une contraction de 6,3% en 2020. Cette baisse ressort plus accentuée de 1,1 point de pourcentage comparativement au scénario de juin, tenant compte de la reprise moins rapide qu'attendu de l'activité, du retour à certaines mesures de restrictions locales suite à la recrudescence des infections, ainsi que de la persistance d'un degré élevé d'incertitudes. Du côté offre, cette évolution reflète des reculs prévus à 5,3% de la valeur ajoutée agricole et à 6,3% de celle non agricole. Par composantes de la demande, cette dégradation résulte des contributions négatives à la croissance aussi bien de la demande domestique que de celle étrangère. En effet, malgré les mesures de soutien mises en place par le Comité de Veille Economique (CVE), la consommation finale des ménages serait lourdement pénalisée par les restrictions destinées à contenir la propagation de la pandémie et par la contraction des revenus aussi bien agricoles que non agricoles ainsi que des transferts des MRE. L'investissement devrait également connaître un fléchissement, pâtissant des incertitudes. Par contre, la consommation des administrations publiques devrait se raffermir, avec en particulier l'augmentation des dépenses publiques destinées au financement des mesures mises en place par le CVE. Parallèlement, les exportations de biens et services devraient chuter, 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. Quant aux importations de biens et services, elles devraient fléchir en ligne avec le repli attendu de l'activité économique.

En 2021, l'économie nationale devrait connaître une croissance de 4,7%, en révision à la hausse de 0,5 point de pourcentage. Ce rebond refléterait une augmentation de 12,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse notamment d'une récolte céréalière de 75 MQx, et une amélioration de 3,7% de celle non agricole. Du côté de la demande, cette évolution refléterait une contribution positive de la demande intérieure, en lien avec les améliorations prévues de la consommation finale des ménages et de l'investissement, et une légère atténuation de la contribution négative des exportations nettes, suite à une augmentation des exportations de biens et services, soutenue par la reprise prévue de la demande étrangère. En parallèle, les importations de biens et services devraient s'accroître, en lien avec le raffermissement attendu de la demande intérieure et des exportations.

**Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2020 - T2 2022), en glissement annuel \***



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

**Tableau 7.3 : Croissance économique**

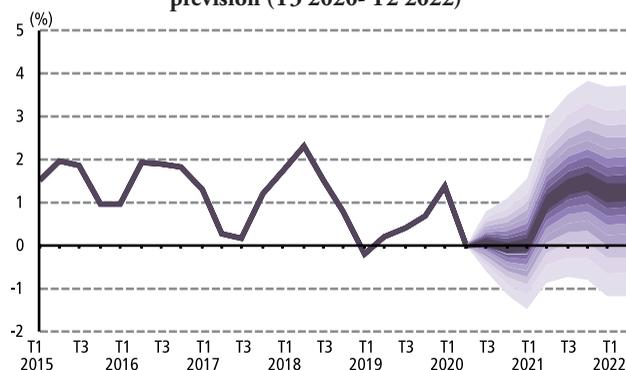
| Variation en %                               | Réalizations |            |            |            | Prévisions  |            | Ecart (sept./juin) |            |
|--|--------------|------------|------------|------------|-------------|------------|--------------------|------------|
|  | 2016       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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

## Niveaux faibles de l'inflation sur l'horizon de prévision

Dans ce contexte de faibles pressions inflationnistes, l'inflation se situerait à 0,7% en moyenne entre 2020 et 2021 et sa composante sous-jacente se maintiendrait à un niveau bas de 0,6% en 2020 puis de 0,7% en 2021. Quant aux prix des produits réglementés, ils connaîtraient un ralentissement de leur hausse en 2020, avant de retrouver leur rythme tendanciel en 2021. Pour les produits alimentaires à prix volatils, ils devraient connaître une stabilité de leurs prix sur l'horizon de prévision. Enfin, les prix des carburants et lubrifiants marqueraient une baisse en 2020 suivie d'une hausse en 2021, en ligne avec l'évolution prévue des cours internationaux.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2020- T2 2022)\***

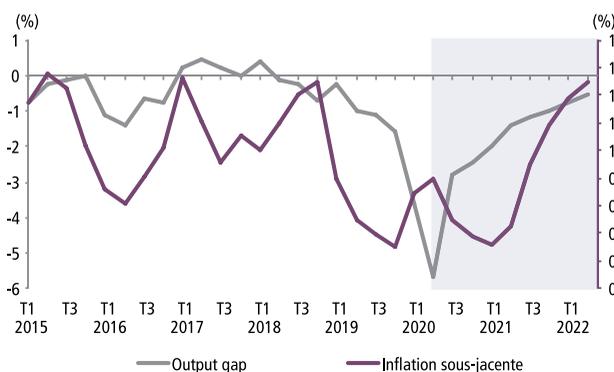
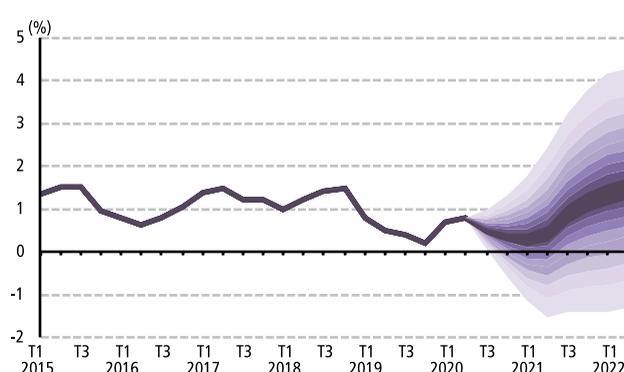


\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

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

|                        | Réalizations |            |            |            | Prévisions |            |   | Ecart (sept./juin) |            |
|------------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|---|--------------------|------------|
|                        | 2016         | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021       | Horizon de 8 trimestres (T3 2020-T2 2022) | 2020               | 2021       |
| <b>Inflation</b>       | <b>1,6</b>   | <b>0,7</b> | <b>1,6</b> | <b>0,2</b> | <b>0,4</b> | <b>1,0</b> | <b>0,8</b>                                | <b>-0,6</b>        | <b>0,0</b> |
| Inflation sous-jacente | 0,8          | 1,3        | 1,3        | 0,5        | 0,6        | 0,7        | 0,8                                       | -0,2               | 0,0        |

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

**Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap****Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2020 - T2 2022)\***

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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

### 7.3 Balance des risques

Les perspectives de l'économie nationale restent entourées d'un niveau exceptionnellement élevé d'incertitudes relatives à l'évolution de la pandémie, à l'ampleur de ses retombées ainsi qu'au rythme de la reprise de l'activité économique.

La balance des risques demeure orientée à la baisse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, et en dépit du redressement relatif de l'activité observé après la levée de la plupart des restrictions, une éventuelle poursuite de la hausse des cas d'infection pourrait se traduire par un durcissement des mesures préventives imposées et par un ralentissement du rythme attendu de la reprise. De même, une baisse de la demande étrangère en cas de deuxième vague dans les principaux partenaires économiques se traduirait également par une reprise plus faible que prévu. Des incertitudes élevées entourent également les projections d'inflation. Ces dernières dépendent fortement de l'ampleur du double choc d'offre et de demande induit par la pandémie, ainsi que du rythme et de la vigueur de la reprise. Les risques à la baisse domineraient en raison notamment du net affaiblissement de la demande intérieure et de la dégradation de la confiance. Pour leur part, les pressions haussières sur les prix de certains produits pourraient émaner des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de la hausse des coûts de production.

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

---

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

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

## LISTE DES GRAPHIQUES

|                |   |    |
|----------------|---|----|
| Graphique 1.1  | : Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....           | 18 |
| Graphique 1.2  | : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....                                 | 19 |
| Graphique 1.3  | : Evolution du VIX et du VSTOXX .....   | 19 |
| Graphique 1.4  | : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....                                   | 19 |
| Graphique 1.5  | : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....   | 19 |
| Graphique 1.6  | : Evolution du taux de change euro/dollar .....   | 20 |
| 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 .....   | 22 |
| Graphique 1.10 | : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....                                      | 23 |
| Graphique 2.1  | : Evolution des exportations du secteur automobile .....  | 25 |
| Graphique 2.2  | : Evolution des recettes de voyage .....  | 26 |
| Graphique 2.3  | : Evolution des transferts MRE .....  | 26 |
| Graphique 3.1  | : Evolution du taux interbancaire .....   | 27 |
| Graphique 3.2  | : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....                                   | 28 |
| Graphique 3.3  | : Variation du coût de financement des banques .....  | 28 |
| Graphique 3.4  | : Evolution du taux de change du dirham .....   | 28 |
| Graphique 3.5  | : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel .....  | 29 |
| Graphique 3.6  | : Ecart monétaire .....   | 29 |
| Graphique 3.7  | : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire .....                  | 29 |
| Graphique 3.8  | : Variation en glissement annuel du crédit .....  | 30 |
| Graphique 3.9  | : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit .....           | 30 |
| Graphique 3.10 | : Evolution de l'offre et de la demande .....   | 31 |
| Graphique 3.11 | : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....                                  | 31 |
| Graphique 3.12 | : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....                                     | 31 |
| Graphique 3.13 | : Evolution quotidienne de l'indice MASI .....  | 32 |
| Graphique 3.14 | : Evolution des indices sectoriels au deuxième trimestre 2020 .....                                       | 32 |
| Graphique 3.15 | : Evolution des bons du Trésor .....  | 33 |
| Graphique 3.16 | : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....  | 33 |
| Graphique 4.1  | : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances rectificative .....              | 35 |
| Graphique 4.2  | : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances rectificative .....                             | 36 |
| Graphique 4.3  | : Structure des dépenses ordinaires .....   | 36 |
| Graphique 4.4  | : Dépenses d'investissement à fin août .....  | 36 |
| Graphique 4.5  | : Solde budgétaire à fin août .....   | 37 |
| Graphique 4.6  | : Solde budgétaire et financement à fin août .....  | 37 |
| Graphique 4.7  | : Endettement du Trésor .....   | 38 |
| Graphique 5.1  | : Evolution des dépenses de consommation .....  | 41 |
| Graphique 5.2  | : PIB par composante .....  | 42 |
| Graphique 5.3  | : Contributions des branches d'activité à la croissance .....   | 42 |
| Graphique 5.4  | : Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....   | 43 |
| Graphique 5.5  | : SMIG horaire en termes nominaux et réels .....  | 43 |
| Graphique 5.6  | : Output-gap global .....   | 44 |
| Graphique 6.1  | : Inflation et inflation sous-jacente .....   | 45 |
| Graphique 6.2  | : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....                                  | 46 |
| Graphique 6.3  | : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants ..... | 46 |
| Graphique 6.4  | : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....                         | 47 |

|                |   |    |
|----------------|---|----|
| Graphique 6.5  | : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....                     | 47 |
| Graphique 6.6  | : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....   | 48 |
| Graphique 6.7  | : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises ... | 48 |
| Graphique 6.8  | : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier .....  | 48 |
| Graphique 6.9  | : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....                   | 48 |
| Graphique 6.10 | : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle .....                                    | 49 |
| Graphique 7.1  | : Croissance dans la zone euro.....   | 52 |
| Graphique 7.2  | : Croissance aux Etats-Unis .....   | 52 |
| Graphique 7.3  | : Taux de change USD/EUR .....  | 53 |
| Graphique 7.4  | : Prix du Brent.....  | 54 |
| Graphique 7.5  | : Indice FAO des prix des produits alimentaires.....  | 54 |
| Graphique 7.6  | : Inflation dans la zone euro .....   | 54 |
| Graphique 7.7  | : Inflation aux Etats-Unis .....  | 54 |
| Graphique 7.8  | : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2020 - T2 2022) .....                                | 57 |
| Graphique 7.9  | : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2020- T2 2022) .....                                   | 58 |
| Graphique 7.10 | : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap .....  | 59 |
| Graphique 7.11 | : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2020 - T2 2022) .....                     | 59 |

## LISTE DES TABLEAUX

|             |   |    |
|-------------|---|----|
| Tableau 1.1 | : Profil trimestriel de la croissance .....                                       | 17 |
| Tableau 1.2 | : Evolution du taux de chômage.....   | 18 |
| Tableau 1.3 | : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés .....         | 23 |
| Tableau 2.1 | : Evolution des exportations.....   | 24 |
| Tableau 2.2 | : Evolution des exportations de phosphates et dérivés .....                       | 25 |
| Tableau 2.3 | : Evolution des importations .....  | 25 |
| Tableau 2.4 | : Evolution des principaux produits énergétiques à l'import .....                 | 26 |
| Tableau 2.5 | : Evolution de la balance de services .....                                       | 26 |
| Tableau 2.6 | : Evolution des investissements directs .....                                     | 26 |
| Tableau 3.1 | : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....              | 27 |
| Tableau 3.2 | : Evolution des taux débiteurs.....   | 28 |
| Tableau 3.3 | : Taux créditeurs .....   | 28 |
| Tableau 4.1 | : Evolution des recettes ordinaires .....   | 35 |
| Tableau 4.2 | : Evolution et exécution des dépenses publiques .....                             | 36 |
| Tableau 4.3 | : Financement du déficit .....  | 37 |
| Tableau 4.4 | : Evolution de l'endettement du Trésor .....                                      | 37 |
| Tableau 5.1 | : Principaux indicateurs du marché de travail.....                                | 44 |
| Tableau 6.1 | : Evolution de l'inflation et de ses composantes .....                            | 46 |
| Tableau 6.2 | : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables ..... | 47 |
| Tableau 7.1 | : Principales composantes de la balance des paiements.....                        | 56 |
| Tableau 7.2 | : Masse monétaire et crédit bancaire.....   | 56 |
| Tableau 7.3 | : Croissance économique.....  | 58 |
| Tableau 7.4 | : Inflation et inflation sous-jacente.....  | 58 |

## LISTE DES ENCADRÉS

|             |  |    |
|-------------|--|----|
| Encadré 1.1 | : Révision du cadre de politique monétaire de la FED ..... | 21 |
| Encadré 4.1 | : Loi de finances rectificative 2020.....                  | 38 |