



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 49/ 2018

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 18 DECEMBRE 2018

Dépôt légal : 2018/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

Préambule	5
Communiqué	7
Aperçu général	10
1. Développements internationaux	15
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	16
1.3 Prix des matières premières et inflation	20
2. Comptes extérieurs	23
2.1 Evolution de la balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance courante	24
2.3 Compte financier	25
3. Monnaie, crédit et marché des actifs	26
3.1 Conditions monétaires	26
3.2 Prix des actifs	31
4. Orientation de la politique budgétaire	34
4.1 Recettes ordinaires	34
4.2 Dépenses	35
4.3 Déficit et financement du Trésor	36
5. Demande, offre et marché du travail	38
5.1 Demande intérieure	38
5.2 Demande extérieure	39
5.3 Offre globale	39
5.4 Marché du travail et capacités de production	40
6. Evolution récente de l'inflation	43
6.1. Evolution de l'inflation	43
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	45
6.3. Anticipations de l'inflation	45
6.4. Prix à la production	46
7. Perspectives à moyen terme	47
Synthèse	47
7.1 Hypothèses sous-jacentes	49
7.2 Projections macroéconomiques	52
7.3 Balance des risques	56
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	57
LISTE DES GRAPHIQUES	58
LISTE DES TABLEAUX	60
LISTE DES ENCADRES	60



بنك المغرب

بنك المغرب

PRÉAMBULE

Selon les dispositions de l'article 6 du dahir n°1-05-38 du 20 chaoual 1426 (23 novembre 2005) portant promulgation de la loi n°76-03 portant statut de Bank Al-Maghrib, « Dans le but d'assurer la stabilité des prix, la Banque arrête et met en oeuvre les instruments de politique monétaire ».

Conformément à ces dispositions, Bank Al-Maghrib vise, à travers la conduite de la politique monétaire, à assurer la stabilité des prix dans l'objectif de préserver le pouvoir d'achat des citoyens et d'assurer les conditions propices pour l'investissement et la croissance.

Pour la réalisation de ces objectifs, Bank Al-Maghrib a mis en place un dispositif d'analyses et de prévisions qui repose sur une approche intégrée articulée autour d'un modèle de politique monétaire et plusieurs modèles satellites qui l'alimentent et le complètent. Adapté au cadre de politique monétaire et au régime de change actuels, mais également à une transition vers le ciblage d'inflation et une flexibilisation graduelle du régime de change, ce nouveau dispositif permet de prévoir l'évolution future des agrégats macroéconomiques, notamment l'inflation, et des conditions monétaires et d'évaluer les effets de la matérialisation des risques qui entourent la trajectoire centrale de ces projections.

Les évaluations de la situation économique nationale et ses perspectives à moyen terme sont restituées dans le Rapport sur la Politique Monétaire (RPM), préparé par les équipes de la Banque pour les membres du Conseil. Après sa validation par ce dernier, il est publié trimestriellement le jour même de la tenue du Conseil.

En plus du communiqué de presse expliquant les fondements de la décision de la politique monétaire et de l'aperçu général synthétisant l'ensemble des évolutions économiques, monétaires et financière et des projections macroéconomiques, le RPM comporte deux parties. La première, composée de six chapitres, analyse l'évolution des principaux déterminants de l'inflation, à savoir la conjoncture internationale ; les comptes extérieurs ; la demande, l'offre et le marché du travail ; la politique budgétaire ; les conditions monétaires et les prix des actifs ainsi que l'évolution récente de l'inflation. La seconde partie est consacrée à la présentation des perspectives de l'économie nationale à moyen terme.

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib :

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Commissaire du Gouvernement

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

M. Abdellatif BELMADANI

M. Mohammed BENAMOUR

Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN

M. Bassim JAI-HOKIMI

M. Mustapha MOUSSAOUI

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 18 décembre 2018

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 18 décembre sa dernière session trimestrielle de l'année 2018.
2. Lors de cette réunion, il a analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques de la Banque pour les huit prochains trimestres.
3. Sur la base de ces évaluations, notamment celles des trajectoires de l'inflation et de la croissance à moyen terme, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 2,25% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
4. Le Conseil a noté qu'après une sensible accélération au cours du premier semestre, l'inflation s'est inscrite en baisse, revenant de 2,5% en juin à 1,1% en octobre, orientée essentiellement par le recul des prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle devrait terminer l'année sur une moyenne de 2%, après 0,7% en 2017, et revenir à 1% en 2019 et à 1,2% en 2020. Sa composante sous-jacente, qui mesure la tendance fondamentale des prix, continuerait à évoluer à des niveaux modérés, se situant à 1,1% en moyenne cette année, à 1% en 2019 et atteignant 1,6% en 2020.
5. Au niveau international, l'économie mondiale reste solide, mais son rythme de croissance devrait s'inscrire en décélération dans un contexte marqué par la persistance des incertitudes, liées essentiellement aux tensions commerciales, politiques et géopolitiques, ainsi que par la poursuite de la normalisation des politiques monétaires des principaux pays avancés. Aux Etats-Unis, la croissance atteindrait 2,9% en 2018, soutenue principalement par les mesures budgétaires expansionnistes, avant de ralentir à 2,1% en 2019 et à 1,8% en 2020. Dans la zone euro, elle ressortirait à 1,9% cette année, à 1,6% en 2019 et marquerait une légère reprise à 1,8% en 2020. Sur les marchés du travail, la vigueur se maintiendrait aux Etats-Unis, avec un taux de chômage autour de 4%, et dans la zone euro, la situation s'améliorerait davantage, le taux de chômage devant continuer son recul pour s'établir à 8% en 2020. Au niveau des principales économies émergentes, le ralentissement de la croissance en Chine, sous l'effet du rééquilibrage de son économie, se poursuivrait mais à un rythme plus lent, à la faveur de l'orientation expansionniste de ses politiques budgétaire et monétaire. La croissance passerait ainsi de 6,6% cette année à 6,1% en 2020. En Inde, portée par la demande intérieure, elle terminerait l'année sur une nette hausse à 7,7%, avant d'enregistrer une légère diminution au cours des deux prochaines années, se situant à 7,5% en 2020. Au Brésil et en Russie, l'activité continuerait de s'améliorer en 2019, avant d'enregistrer une certaine décélération en 2020.

6. Sur les marchés des matières premières, après avoir atteint en octobre leurs plus hauts niveaux depuis quatre ans, les cours du pétrole se sont orientés à la baisse, accusant un recul mensuel de 19% en novembre pour le Brent. Sur l'ensemble de l'année, le cours du Brent ressortirait à 72,2 \$/baril en moyenne, en accroissement de 32,8% par rapport à 2017. Il diminuerait par la suite à 65,7 \$/baril en 2019 et à 63,9 \$/baril en 2020. S'agissant des phosphates et dérivés, les prix ont poursuivi leur progression au mois de novembre, avec des augmentations en glissement annuel de 15,6% à 92,5 \$/t pour le brut, de 19,2% à 410,2 \$/t pour le DAP et de 28,5% à 379\$/t pour le TSP. Pour les deux prochaines années, les cours évolueraient légèrement en deçà des niveaux actuels.
7. Tirée par le renchérissement des produits énergétiques, l'inflation terminerait l'année en hausse à 1,8% dans la zone euro, et évoluerait en deçà de l'objectif de la BCE à moyen terme, se situant à 1,5% en 2019 et à 1,4% en 2020. Aux Etats-Unis, elle se maintiendrait proche de l'objectif de 2% de la FED.
8. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé lors de sa réunion du 13 décembre de garder ses taux inchangés, en indiquant qu'elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Elle a également confirmé que les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs cesseront en décembre 2018. De même, lors de sa réunion de novembre, la FED a maintenu inchangée la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à 2%-2,25%, en rappelant qu'elle s'attend à ce que de futures hausses graduelles des taux seraient compatibles avec une expansion soutenue de l'activité économique, des conditions très favorables sur le marché du travail et une inflation proche de son objectif à moyen terme.
9. Au niveau national, les données publiées par le HCP pour le deuxième trimestre indiquent un niveau d'activité en deçà des prévisions. Tenant compte de ces réalisations et des indicateurs infra-annuels disponibles, la croissance devrait s'établir, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, à 3,3% en 2018 après 4,1% en 2017. La valeur ajoutée agricole progresserait de 4,6% au lieu de 15,4%, tandis que le rythme des activités non agricoles est prévu en léger accroissement de 2,7% à 3,1%. A moyen terme, la croissance non agricole s'accélérait à 3,4% en 2019 et à 3,7% en 2020, tandis que, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 80 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole reculerait de 0,8% en 2019, puis s'accroîtrait de 3,3% en 2020. Au total, la croissance nationale reviendrait à 3,1% en 2019 avant d'augmenter à 3,6% en 2020.
10. Sur le marché du travail, la relative amélioration en termes de création d'emplois se poursuit, avec 122 mille postes additionnels entre le troisième trimestre de 2018 et le même trimestre de 2017, concentrés essentiellement dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 58 mille demandeurs d'emplois au cours de la même période, le taux d'activité a connu une nouvelle baisse, revenant de 45,5% à 45%. Dans ces conditions, le taux de chômage a diminué de 10,6% à 10% globalement et de 14,9% à 14,3% dans les villes. Pour les jeunes citoyens de 15 à 24 ans en particulier, il est revenu de 45,2% à 44,7%.

11. Au plan des comptes extérieurs, la bonne performance des exportations s'est maintenue sur les onze premiers mois de l'année, avec une hausse de 9,7% en glissement annuel, tirée principalement par la dynamique du secteur automobile et des phosphates et dérivés. En parallèle, reflétant l'alourdissement de la facture énergétique et l'augmentation des achats de biens d'équipement, les importations se sont accrues de 8,8%. Les recettes de voyage sont restées quasi-stables, alors que les transferts des MRE ont accusé une baisse de 1,7%. Sous l'hypothèse d'une concrétisation des entrées de dons du CCG, prévues à 4,8 milliards de dirhams en 2018 et à 2 milliards en 2019, le déficit du compte courant ressortirait en accentuation à 4,4% du PIB au terme de cette année au lieu de 3,6% en 2017. Il s'allégerait graduellement pour se situer à 3,7% en 2019 et à 3,2% en 2020, les exportations devant poursuivre leur dynamique, portées par les ventes du secteur automobile, et le rythme des importations devant connaître une nette décélération, avec le recul prévu de la facture énergétique. Pour ce qui est des opérations financières, l'afflux des IDE devrait atteindre l'équivalent de 4,1% du PIB cette année et de 3,4% du PIB au cours des deux prochaines années. Tenant compte des sorties prévues du Trésor à l'international, le montant des réserves internationales nettes passerait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, de 240,9 milliards de dirhams à fin 2017 à 230,4 milliards à la fin de cette année, à 239 milliards au terme de 2019 puis à 235,7 milliards à fin 2020. Il continuerait ainsi d'assurer l'équivalent d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.
12. S'agissant des conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait ressortir en quasi-stabilité sur l'ensemble de l'année. Il connaîtrait une appréciation de 1,6% en 2019 avant de se déprécier de 0,8% en 2020. Pour ce qui est des taux débiteurs, ils sont restés globalement stables au troisième trimestre à 5,35%, avec un repli de 30 points de base par rapport au trimestre précédent pour ceux assortissant les prêts aux particuliers et une hausse de 6 points pour ceux aux entreprises. Le crédit bancaire au secteur non financier a vu son rythme de progression ralentir à 2,2% à fin octobre, avec une nette décélération des prêts aux entreprises aussi bien privées que publiques. Sa croissance a été revue à la baisse à 3,5% en 2018 et à 3,3% en 2019, avant de s'accélérer à 4,3% en 2020.
13. Concernant les finances publiques, l'exécution budgétaire à fin octobre s'est soldée par un déficit de 34,5 milliards de dirhams, en creusement de 4,1 milliards par rapport à la même période de 2017. Les ressources ordinaires ont progressé de 1,7%, recouvrant une amélioration des recettes fiscales et un recul des dons. En parallèle, les dépenses globales ont augmenté de 2,4%, avec notamment un alourdissement de la charge de compensation et une hausse des dépenses au titre des autres biens et services. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse de la matérialisation des entrées prévues de dons des pays du CCG, la prévision de Bank Al-Maghrib pour le déficit budgétaire au titre de 2018 a été maintenue à 3,7% du PIB. Il continuerait d'évoluer autour de ce niveau à moyen terme, se situant à 3,8% en 2019 et à 3,6% en 2020.
14. Enfin, le Conseil a arrêté les dates de ses réunions pour 2019 au 19 mars, 18 juin, 24 septembre et 17 décembre.

APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par la persistance des tensions commerciales, les inquiétudes entourant le Brexit, le resserrement des politiques monétaires, ainsi que par les pressions grandissantes sur les marchés émergents, les dernières données montrent globalement des signes de décélération de l'activité économique mondiale. La croissance est revenue dans la zone euro de 2,2% au deuxième trimestre à 1,6% au troisième, impactée notamment par un fort ralentissement en Allemagne. En revanche, elle s'est raffermie à 3% aux Etats-Unis, profitant des effets des mesures budgétaires sur la consommation et l'investissement, et s'est de nouveau accrue à 1,5% au Royaume-Uni.

Dans les principaux pays émergents, les tensions commerciales et les niveaux élevés d'endettement pèsent sur la croissance chinoise qui a ralenti à 6,5% au troisième trimestre contre 6,7% un trimestre auparavant. Dans les autres pays, la croissance a décéléré de 8% à 6,9% en Inde et a progressé de 0,9% à 1,3% au Brésil. En Russie, les données du deuxième trimestre indiquent un raffermissement 1,3% à 1,9%.

La situation sur les marchés du travail est restée globalement favorable dans les pays avancés. Le taux de chômage au mois de novembre est demeuré stable à 3,7% aux Etats-Unis, avec une création de 155 mille emplois et s'est stabilisé pour le troisième mois consécutif à 8,1% en octobre dans la zone euro.

Au niveau des marchés boursiers, les indices des principales économies avancées se sont orientés à la baisse entre octobre et novembre, avec notamment des contre-performances de 1,5% pour le Dow Jones et de 1,8% pour l'EUROSTOXX50. Pour ce qui est des économies émergentes, le MSCI EM a augmenté de 0,3%, avec en particulier une appréciation de 4,7% pour l'indice de l'Inde, de 1,7% pour celui de la Chine et de 7,6% pour celui de la Turquie, après une baisse de 47% sur les dix premiers mois de l'année.

Sur le marché de la dette souveraine, les rendements ont connu des évolutions divergentes dans les pays avancés. Ceux des bons à 10 ans se sont inscrits en recul en novembre à 3,1% pour les Etats-Unis, à 0,4% pour l'Allemagne et à 3,4% pour l'Italie. Pour cette dernière, la baisse s'explique notamment par l'annonce de la possibilité d'une réduction de son objectif de déficit budgétaire pour l'année 2019. Pour les autres pays de la zone euro, hormis la Grèce pour laquelle il a augmenté à 5%, le taux des bons du Trésor de même maturité a stagné à 0,8% pour la France et à 1,6% pour l'Espagne.

Sur les marchés de change, impacté par le ralentissement de la croissance dans la zone euro et par la situation budgétaire en Italie, l'euro s'est déprécié entre octobre et novembre de 0,9% vis-à-vis du dollar à 1,14 et a perdu 0,4% contre la livre sterling et 0,5% par rapport au yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le real brésilien et le yuan chinois ont stagné vis-à-vis du dollar, tandis que la lire turque et la roupie indienne se sont appréciées de 7,2% et de 1,8% respectivement. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme de progression annuel a décéléré en octobre à 3,4% aux Etats-Unis et à 3,3% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, après avoir atteint des pics au début d'octobre, les prix du pétrole se sont inscrits en baisse, traduisant essentiellement les craintes d'une surabondance de l'offre. En particulier, le cours du Brent s'est établi à 65,2 \$/baril en moyenne en novembre, en recul de 19% par rapport au mois d'octobre

et en hausse de 4,2% en glissement annuel. Pour les produits hors énergie, les cours se sont repliés de 7,1% en glissement annuel pour les métaux et minerais et de 3,9% pour les produits agricoles. En ce qui concerne les phosphates et dérivés, les cours ont progressé en glissement annuel de 15,6% pour le brut à 92,5 dollars la tonne en moyenne, de 28,5% pour le TSP à 379 \$/t, de 19,2% pour le DAP à 410,2 \$/t et de 9,1% pour l'urée à 305,6 \$/t.

Dans ces conditions, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, a décéléré en novembre à 1,9% dans la zone euro et à 2,2% aux Etats-Unis.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé lors de sa réunion du 13 décembre de garder ses taux inchangés, en indiquant qu'elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Elle a également confirmé que les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs cesseront en décembre 2018. De même, la FED a gardé en novembre la fourchette cible des taux des fonds fédéraux inchangée à 2%-2,25%, tout en indiquant que de futures hausses graduelles seraient appropriées pour accompagner une expansion soutenue de l'activité économique, de bonnes conditions du marché du travail et une inflation proche de l'objectif de 2% à moyen terme.

Au niveau national, les données préliminaires des comptes extérieurs à fin novembre 2018 indiquent la poursuite de la dynamique des exportations qui ressortent en hausse de 9,7%, avec notamment des progressions de 13,2% des ventes de phosphates et dérivés à 45,5 milliards de dirhams et de 10,6% de celles du secteur automobile à 59,9 milliards. En parallèle, les importations ont augmenté de 8,8%, avec essentiellement un alourdissement de 18,4% de la facture énergétique à 74,9 milliards et une hausse de 7,8% des acquisitions de biens d'équipement à 107,6 milliards. Pour les autres principales composantes du compte courant, les recettes de voyage se sont quasiment stabilisées à 67,1 milliards de dirhams et les transferts des MRE ont baissé de 1,7% à 59,7 milliards. Le flux net d'IDE a augmenté de 8,5 milliards à 31,8 milliards, porté essentiellement par l'opération de cession de la société d'assurance Saham. Les réserves de change se sont ainsi établies à 223,3 milliards de dirhams à fin novembre, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, le besoin de liquidité bancaire s'est établi à 72,2 milliards de dirhams en moyenne en octobre et novembre. Le volume des injections de Bank Al-Maghrib a ainsi atteint 72,7 milliards en moyenne, permettant de maintenir le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire proche du taux directeur. Les conditions monétaires ont été également caractérisées, au cours du troisième trimestre, par une appréciation du taux de change effectif réel et une quasi-stagnation des taux débiteurs. Le rythme de progression du crédit au secteur non financier a poursuivi sa décélération à 2,2% en octobre contre 3,4% au troisième trimestre, alors que les créances sur l'Administration centrale se sont accélérées, reflétant d'importants remboursements des arriérés de TVA. Au total, la hausse de l'agrégat M3 s'est située à 4,6% après 4,1% au troisième trimestre.

Sur le volet des finances publiques, les données à fin octobre indiquent un creusement de 4,1 milliards de dirhams du déficit budgétaire à 34,5 milliards. Les dépenses globales se sont alourdies de 2,4%, traduisant notamment la hausse de la charge de compensation et de celle des dépenses des autres biens et services. Parallèlement,

les recettes ordinaires ont marqué une progression de 1,7%, recouvrant une amélioration des recettes fiscales et un repli de celles non fiscales, imputable à une baisse des encaissements des dons des pays du CCG. Tenant compte de la reconstitution du stock des dépenses en instance de paiement pour un montant de 743 millions de dirhams, contre des règlements d'un montant de 5,9 milliards un an auparavant, le déficit de caisse est ressorti en allègement de 2,6 milliards à 33,8 milliards. Ce besoin, ainsi que le flux net extérieur négatif de 3,8 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 37,6 milliards. Par conséquent, la dette publique directe aurait augmenté de 3,5% à fin octobre comparativement à son niveau de décembre 2017.

S'agissant des comptes nationaux, les données relatives au deuxième trimestre de 2018 indiquent un net ralentissement de la croissance à 2,4% contre 4,5% le même trimestre une année auparavant, avec une décélération de 18,1% à 3% du rythme de progression de la valeur ajoutée agricole et de 3% à 2,4% de celui des activités non agricoles. Du côté de la demande, la contribution positive de sa composante intérieure à la croissance a diminué, en raison de la décélération de 4,6% à 3,3% de la hausse de la consommation finale des ménages, de 1,6% à 1% de celle des administrations publiques et de 2,8% à 0,1% du rythme de l'investissement. Parallèlement, la contribution des exportations nettes est ressortie positive, en atténuation toutefois de 0,6 point de pourcentage à 0,3 point.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé entre le troisième trimestre 2018 et le même trimestre de 2017, 122 mille emplois, dont 98 mille dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 58 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage a reculé de 10,6% à 10% au niveau national, de 14,9% à 14,3% en milieu urbain et de 4,6% à 3,9% en milieu rural.

Sur le marché immobilier, les prix ont accusé un recul au troisième trimestre de 0,3% en glissement trimestriel, recouvrant des replis pour les biens à usage professionnel et les terrains et une légère hausse pour les actifs résidentiels. Dans le même sens, le nombre de transactions a baissé de 1,1%, résultat des diminutions des ventes de terrains et de biens à usage professionnel, celles portant sur le résidentiel ayant en revanche enregistré une légère hausse d'un trimestre à l'autre. Au niveau du marché boursier, la contre-performance annuelle du MASI s'est accentuée à 9,4% à fin novembre après 8,5% au terme du troisième trimestre et le volume des transactions sur le marché central s'est contracté à 1,4 milliard de dirhams, après une moyenne de 2,6 milliards au cours des dix premiers mois de l'année.

Pour ce qui est de l'inflation, elle est revenue à 1,6% au troisième trimestre, une décélération en ligne avec les prévisions de BAM, avec une ampleur néanmoins plus importante. Les données d'octobre indiquent une poursuite de cette tendance, l'inflation étant revenue à 1,1%, en lien principalement avec une baisse de 3,7% des prix des produits alimentaires à prix volatils, après une hausse de 0,8% au troisième trimestre. L'inflation sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale des prix, est ressortie à 1,2% en octobre, stable par rapport au troisième trimestre.

En termes de perspectives, l'activité économique mondiale devrait connaître un affaiblissement de son rythme de croissance à moyen terme. Dans la zone euro, la montée des incertitudes affecterait la dynamique de l'activité, la croissance du PIB devant revenir de 2,5% en 2017 à 1,9% en 2018 et à 1,6% en 2019 avant de s'accélérer légèrement à 1,8% en 2020. Aux Etats-Unis, la poursuite de la normalisation de la politique monétaire et la

dissipation des effets positifs des réformes fiscales induiraient un ralentissement de la croissance de 2,9% à 2,1% en 2019 puis à 1,8% en 2020. La situation sur les marchés du travail devrait néanmoins rester favorable, le chômage devant rester faible aux Etats-Unis et continuer de baisser dans la zone euro.

Dans les pays émergents, la décélération de l'activité en Chine se prolongerait sous l'effet de la poursuite de la politique de rééquilibrage de l'économie, alors qu'en Inde, la croissance resterait soutenue à la faveur d'une demande intérieure vigoureuse.

Sur le marché des matières premières, la tendance baissière récemment observée des prix du pétrole devrait se poursuivre, le cours du Brent devant en particulier baisser à 65,7 \$/bl en 2019 et à 63,9 \$/bl en 2020, après une moyenne de 72,2 \$/bl en 2018. Pour ce qui est des produits alimentaires, après le renchérissement enregistré l'année précédente, leurs prix diminueraient en 2018 avant de s'inscrire en hausse graduelle à moyen terme. S'agissant des phosphates et dérivés, les prix ressortiraient en accroissement en 2018 à 400 dollars la tonne en moyenne pour le DAP et à 340 \$/t pour le TSP, alors qu'ils baisseraient à 86 \$/t pour le phosphate brut. A moyen terme, les cours du DAP et du TSP continueraient d'augmenter, mais à un rythme plus faible.

Dans ces conditions, l'inflation s'établirait dans la zone euro à 1,8% en 2018, après 1,5% en 2017, et se situerait aux Etats-Unis à 2,5% après 2,1%. A moyen terme, elle resterait dans la zone euro à des niveaux inférieurs à l'objectif de la BCE et évoluerait aux Etats-Unis à un niveau proche de celui de la FED.

Au niveau national, l'accélération du rythme de progression des ventes du secteur automobile et la poursuite de la performance de celles des phosphates et dérivés continueraient de soutenir la dynamique des exportations, dont la hausse s'établirait à 9,6% en 2018, à 6,6% en 2019 et à 7,8% en 2020. Parallèlement, l'alourdissement de la facture énergétique induirait une augmentation de 8,5% des importations en 2018, sa baisse prévue devant en revanche entraîner un ralentissement de leur rythme de progression à 2,5% en 2019 et à 3,5% en 2020. Pour ce qui est des recettes de voyages et des transferts des MRE, ils devraient ressortir en légère baisse en 2018, avant de renouer avec une croissance moyenne autour de 4% à moyen terme. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'entrées de dons du CCG de 4,8 milliards de dirhams en 2018 et de 2 milliards en 2019, le déficit du compte courant terminerait l'année à 4,4% du PIB, avant de s'alléger à 3,7% en 2019 et à 3,2% en 2020. L'afflux d'IDE devrait ressortir à l'équivalent de 4,1% du PIB en 2018 avant de se stabiliser à près de 3,4% à moyen terme. Tenant compte également des sorties prévues du Trésor à l'international, les RIN termineraient l'année à 230,4 milliards de dirhams avant d'atteindre 239 milliards en 2019 puis revenir à 235,7 en 2020. Leur couverture en mois d'importations se situerait à 5 mois et 3 jours à fin 2018, à 5 mois et 2 jours en 2019 puis à 5 mois à l'horizon 2020.

Tenant compte de ces évolutions et de la hausse prévue de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait atteindre 69,7 milliards de dirhams à fin 2018, après 40,9 milliards un an auparavant, et se creuserait à 72,1 milliards au terme de 2019 et à 86,2 milliards à fin 2020. Quant aux conditions monétaires, elles s'inscriraient en léger resserrement, tout en restant globalement favorables, avec en particulier un taux de change effectif réel quasi-stable en 2018, en appréciation en 2019 et en légère dépréciation en 2020. Pour sa part, la progression du crédit au secteur non financier devrait rester modérée, avec des taux prévus à 3,5% en 2018 et à 3,3% en 2019, avant d'augmenter à 4,3% en 2020.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire ressortirait à 3,7% du PIB en 2018 et se situerait à 3,8% en 2019 tenant compte des données du PLF 2019. En 2020, il s'atténuerait à 3,6%, sous l'hypothèse de la poursuite de l'effort de mobilisation des recettes.

La croissance économique nationale devrait enregistrer un ralentissement à 3,3% en 2018, recouvrant une décélération de 15,4% à 4,6% de la progression de la valeur ajoutée agricole et une poursuite de l'amélioration de celle des activités non agricoles de 2,7% à 3,1%. Sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles normales avec une production céréalière de 80 millions de quintaux, la croissance devrait ralentir à 3,1% en 2019 avant de s'accélérer à 3,6% en 2020. La valeur ajoutée des activités non agricoles poursuivrait sa hausse à 3,5% en 2019 et à 3,8% en 2020, tandis que celle du secteur agricole baisserait de 0,8% avant de se redresser de 3,3%, respectivement.

Pour ce qui est de l'inflation, elle s'accélérait de 0,7% en 2017 à 2% en 2018, portée par une hausse sensible des prix des produits alimentaires à prix volatils et des tarifs réglementés, avant de revenir à 1% en 2019 et à 1,2% en 2020. Sa tendance fondamentale devrait, toutefois, décélérer à 1,1% en 2018 et à 1% en 2019, en lien avec le ralentissement prévu de la demande domestique et l'appréciation du TCER, avant de s'accélérer à 1,6% en 2020.

Le scénario central des prévisions reste entouré de plusieurs incertitudes qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale aussi bien à la hausse qu'à la baisse. En particulier, la prévision des RIN reste tributaire notamment de la concrétisation des entrées de dons du CCG et des sorties du Trésor à l'international. Pour sa part, celle du déficit budgétaire dépendrait de l'issue du dialogue social entamé depuis plusieurs mois, lequel pourrait impacter, par là même, les trajectoires de l'inflation et de la croissance. Ces dernières sont également et essentiellement dépendantes de l'évolution des cours du pétrole et de l'activité chez les principaux pays partenaires, elle-même entourée de plusieurs incertitudes liées notamment à la montée du protectionnisme, aux tensions politiques et géopolitiques, aux modalités toujours incertaines du Brexit et à l'accentuation des pressions sur les marchés financiers émergents. Enfin, un écart important par rapport à l'hypothèse centrale de la production agricole pourrait affecter la croissance et, dans une moindre mesure, les autres variables projetées.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Après une performance solide, l'économie mondiale montre des signes de décélération, en liaison notamment avec la montée du protectionnisme, la situation budgétaire en Italie, les incertitudes liées au Brexit, le resserrement des politiques monétaires et les vulnérabilités financières dans les économies émergentes. Les données du troisième trimestre font ressortir la poursuite de la dynamique de l'activité économique aux Etats-Unis, tandis que dans la zone euro, la croissance continue de perdre de son élan. Au Royaume-Uni, en dépit de l'incertitude qui plane toujours sur le dénouement du Brexit, l'orientation de la croissance est restée à la hausse durant les deux derniers trimestres, et au Japon, la croissance a continué son évolution en dents de scie. Dans les principales économies émergentes, elle a fléchi en Chine et en Inde, mais s'est accélérée au Brésil et en Russie. Sur le marché de l'emploi, la situation reste globalement favorable dans les pays avancés. Quant aux marchés financiers, ils ont été impactés par l'accentuation des incertitudes, se traduisant par la baisse des principaux indices boursiers des pays avancés. Sur les marchés des matières premières, les cours se sont orientés à la baisse tant pour les produits énergétiques qu'hors énergie. Dans ces conditions, les taux d'inflation se sont globalement inscrits en baisse, avec notamment des décélérations dans la zone euro et aux Etats-Unis.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Au troisième trimestre 2018, l'économie américaine est restée solide avec une croissance du PIB de 3% contre 2,9% un trimestre auparavant, traduisant notamment l'amélioration des dépenses de consommation et de l'investissement. En revanche, dans un contexte d'incertitudes entourant le Brexit et le budget italien de 2019, la croissance de la zone euro a de nouveau ralenti, revenant de 2,2% à 1,6%. Cette évolution reflète le net recul de la croissance en Allemagne de 2% à 1,2%, sous l'effet d'une contribution négative du commerce extérieur suite notamment à l'introduction de nouvelles normes de pollution des voitures. Le ralentissement a concerné également l'Italie et dans une moindre mesure la France, dont la croissance a reculé respectivement de 1,2% à 0,7% et de 1,7% à 1,4%. Pour sa part, la croissance en Espagne s'est stabilisée à 2,5%.

A l'inverse, en dépit des inquiétudes sur le Brexit, l'économie britannique s'est à nouveau consolidée, le PIB ayant progressé de 1,5% après 1,2%, reflétant la bonne tenue de la consommation des ménages et de la demande étrangère. En revanche, la croissance a sensiblement décéléré au Japon, à 0,1% après

1,4%, suite notamment à la contreperformance des investissements privés non résidentiels et des exportations nettes. Pour ce qui est des principaux pays émergents, la croissance a accusé en Chine un nouveau ralentissement au troisième trimestre à 6,5% après 6,7%, traduisant la stagnation de l'investissement suite aux mesures engagées pour contenir la montée de l'endettement. De même, la croissance a décéléré en Inde de 8% à 6,9%, reflétant principalement un ralentissement des dépenses de consommation.

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

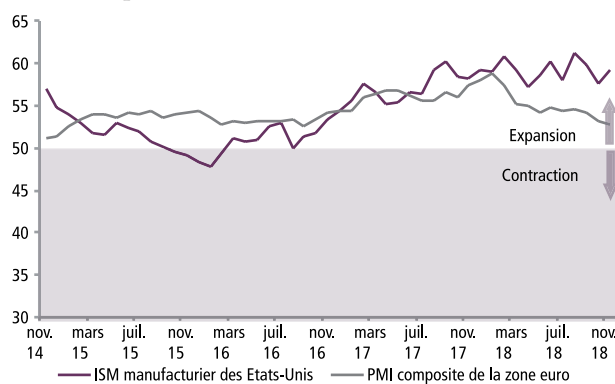
	2016			2017			2018		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Pays avancés									
Etats-Unis	1,5	1,9	1,9	2,1	2,3	2,5	2,6	2,9	3,0
Zone euro	1,8	2,1	2,1	2,5	2,8	2,7	2,4	2,2	1,6
France	0,9	1,2	1,4	2,3	2,7	2,8	2,2	1,7	1,4
Allemagne	2,1	1,9	2,1	2,2	2,7	2,8	2,1	2,0	1,2
Italie	1,2	1,3	1,6	1,7	1,8	1,6	1,4	1,2	0,7
Espagne	3,1	2,7	2,9	3,1	2,9	3,1	2,8	2,5	2,5
Royaume-Uni	1,7	1,7	1,8	1,9	1,8	1,4	1,1	1,2	1,5
Japon	1,0	1,5	1,3	1,6	2,0	2,0	1,1	1,4	0,1
Pays émergents									
Chine	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7	6,5
Inde	7,2	6,9	6,0	5,6	6,1	6,6	7,6	8,0	6,9
Brésil	-2,5	-2,3	0,1	0,6	1,4	2,2	1,2	0,9	1,3
Turquie	-0,8	4,2	5,3	5,3	11,5	7,3	7,2	5,3	1,6
Russie	-0,2	0,4	0,6	2,5	2,2	0,9	1,3	1,9	n.d

Source : Thomson Reuters.

En revanche, la croissance au Brésil a progressé à 1,3% après 0,9%, sur fond d'un rebond de l'investissement et d'une reprise des dépenses publiques. Par ailleurs, les données du deuxième trimestre de la croissance en Russie indiquent un raffermissement à 1,9% après 1,3% dans un contexte de hausse des prix des hydrocarbures.

Parallèlement, les indicateurs de haute fréquence font ressortir un ralentissement de l'indice PMI composite de la zone euro, s'inscrivant en recul à 52,7 points en novembre après 53,1 en octobre. A l'inverse, les données de l'ISM manufacturier des Etats-Unis de novembre indiquent une hausse à 59,3 points contre 57,7 un mois auparavant.

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, la vigueur sur le marché du travail s'est poursuivie en novembre, avec un taux de chômage stable à 3,7% pour le troisième mois consécutif, soit son plus bas niveau observé depuis près d'un demi-siècle. Les créations d'emplois se sont inscrites en baisse à 155.000 postes en novembre contre 237.000 un mois auparavant. De même, dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable pour le troisième mois consécutif à 8,1% en octobre, soit son niveau le plus faible observé depuis décembre 2008. Par pays, ce taux a légèrement baissé à 8,9% en France, à 3,3% en

Allemagne, et à 14,8% en Espagne, et a en revanche augmenté de 10,3% à 10,6% en Italie. Au Royaume-Uni, les données pour le mois d'août indiquent une stabilisation du taux de chômage à 4,0%.

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

	2016	2017	2018		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	4,9	4,4	3,7	3,7	3,7
Zone euro	10,0	9,1	8,1	8,1	n.d
France	10,1	9,4	9,0	8,9	n.d
Allemagne	4,1	3,8	3,4	3,3	n.d
Italie	11,7	11,2	10,3	10,6	n.d
Espagne	19,6	17,2	14,9	14,8	n.d
Royaume-Uni	4,8	4,4	n.d	n.d	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

Evoluant dans un contexte peu favorable, les indices boursiers des principales économies avancées sont ressortis en baisse entre octobre et novembre, l'EuroStoxx 50 ayant diminué de 1,8%, le Dow Jones de 1,5% et le NIKKEI 225 de 3,5%. Ces évolutions ont été accompagnées de très légères variations des indicateurs de la volatilité, à la hausse pour le marché américain et à la baisse pour le marché européen.

Quant au Royaume-Uni, le FTSE 100 a enregistré une baisse de 1,3% et ce, malgré l'annonce d'un accord provisoire sur le Brexit et sa validation par la suite par les pays de l'UE. Cet accord n'a pas eu de répercussions notables sur le marché boursier au Royaume-Uni dans l'attente de sa ratification par le Parlement britannique, pour une entrée en vigueur officielle à partir de mars 2019, date de sortie effective du Royaume-Uni de l'UE.

Concernant les économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une légère hausse de 0,3%, traduisant notamment des augmentations de 4,7% pour l'indice de l'Inde, de 7,6% pour celui de la Turquie et de 1,7% pour celui de la Chine.

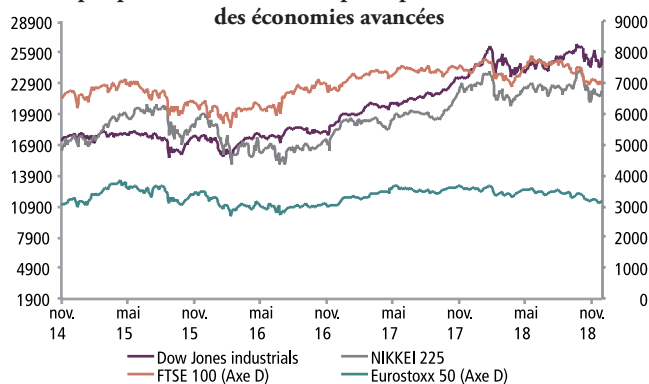
Par ailleurs, des évolutions divergentes ont été enregistrées entre octobre et novembre sur le marché

obligatoire des pays avancés. Profitant de leur statut de valeur refuge, les bons du Trésor américain ont connu une baisse pour s'établir à 3,1% en novembre pour ceux de maturité de 10 ans. Dans la zone euro, hormis la Grèce où il a augmenté à 5%, le taux de rendement à 10 ans a stagné à 0,8% pour la France, à 1,6% pour l'Espagne, et a diminué à 0,4% pour l'Allemagne et à 1,9% pour le Portugal.

En Italie plus particulièrement, ce taux, qui ressort à 3,4% en novembre au lieu de 3,5% en octobre, reste relativement élevé par rapport aux autres principales économies de la zone. Cette baisse s'explique notamment par des signes d'apaisement dans les négociations entre l'Italie et la Commission européenne sur le déficit budgétaire italien, le gouvernement ayant soulevé la possibilité d'une réduction de l'objectif de son déficit de 2019 (Encadré 1.1).

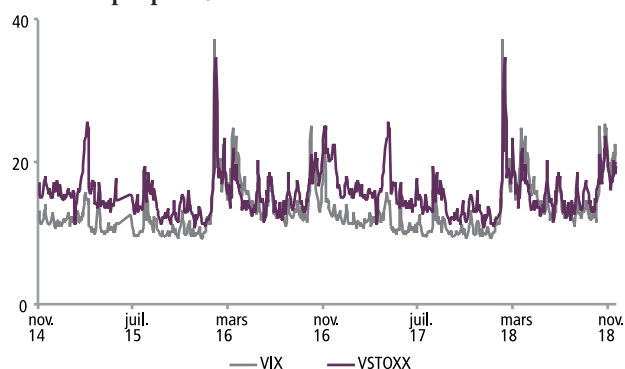
S'agissant des principales économies émergentes, les taux de rendement souverain à 10 ans ont accusé un recul entre octobre et novembre de 9,8% à 9,2% pour le Brésil, de 3,6% à 3,5% pour la Chine, de 7,9% à 7,8% pour l'Inde et de 18,3% à 16,4% pour la Turquie.

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.

Encadré 1.1 : Le désaccord autour du budget italien de 2019

L'Italie, à l'instar des autres pays de la zone euro, a présenté en mai 2018 à la Commission européenne (CE) ses objectifs budgétaires établis dans son programme de stabilité¹. En retour, le 13 juillet, le Conseil européen a émis des recommandations budgétaires approuvées à l'unanimité, y compris par l'Italie. En octobre 2018, le pays a soumis à la Commission européenne (CE) pour avis son projet de plan budgétaire, laquelle, en l'examinant pour s'assurer de son respect des règles de gouvernance économique au sein de l'Union européenne, a décelé un manquement qualifié de « particulièrement grave » aux recommandations budgétaires adressées au pays par le Conseil européen.

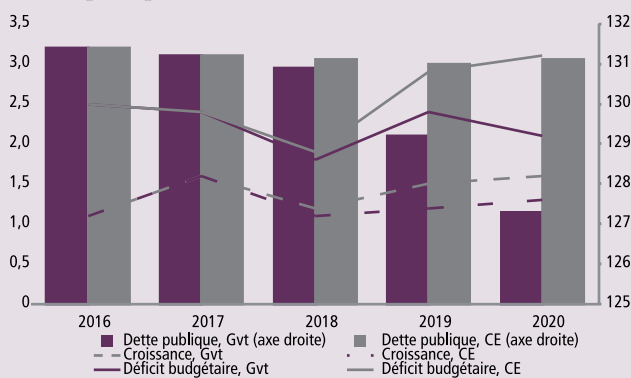
En effet, le nouveau Gouvernement italien a opté pour une expansion budgétaire en 2019, alors que le cadre du programme de stabilité l'engageait à réduire le déficit de 0,8 point de pourcentage à 0,8% du PIB. La version finalisée du budget 2019 italien, transmise à la CE le 13 novembre, a maintenu l'objectif d'un déficit budgétaire à 2,4% du PIB en 2019 avec une orientation budgétaire neutre par la suite, fixant des

¹ Le programme de stabilité est présenté chaque année à la CE par l'ensemble des pays de la zone euro. Il a pour objectif de dresser le plan budgétaire triennal de chaque pays. Ce plan donne lieu à des recommandations du Conseil, lesquelles sont prises en considération dans la finalisation du projet de plan budgétaire.

déficits de 2,1% du PIB en 2020 et de 1,8% en 2021. Le Gouvernement parie ainsi sur une relance de la croissance via la demande, à travers notamment une stérilisation de la hausse de la TVA en 2019, une réduction des taxes, une révision du système de retraite et l'introduction d'un revenu minimum pour les citoyens, tablant sur un taux de croissance à 1,5% en 2019, à 1,6% en 2020 et à 1,4% en 2021.

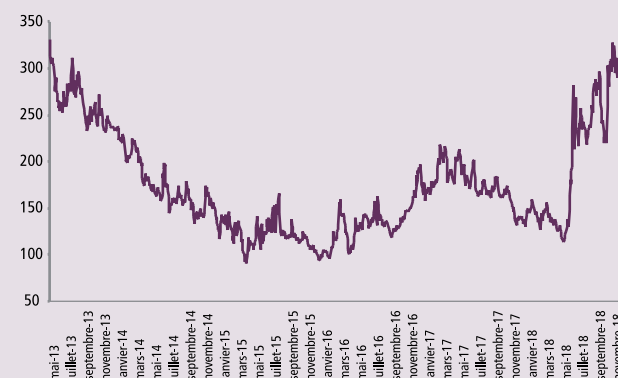
Pourtant, le FMI, dans ses conclusions au titre des consultations 2018, a estimé incertain l'impact de ce stimulus sur la croissance au cours des deux prochaines années, soulignant que la croissance est exposée aux effets négatifs d'une hausse persistante des taux de rendement souverains, et ne ressortirait en moyenne qu'à 1% sur la période 2018-2020. De même, la Commission a prévu un taux de croissance à 1,2% en 2019 et à 1,3% en 2020. En effet, suite aux difficultés à former un Gouvernement et aux incertitudes de politiques économiques qui en découlent, les rendements obligataires italiens avaient sensiblement augmenté et l'écart de celui à maturité de 10 ans par rapport au Bund allemand avait franchi des plus hauts niveaux jamais observés depuis avril 2013, atteignant le 20 novembre un pic de 329 points de base. Les Agences de notation avaient été promptes à réévaluer le risque souverain italien, soulignant son lien avec le secteur bancaire. Dès mai dernier, Moody's avait initié un processus de révision à la baisse de la notation de l'Italie à l'issue duquel elle a procédé le 19 octobre à la dégradation de celle-ci d'un cran à Baa3, avec perspective stable. Pour leur part, Fitch Ratings et S&P – respectivement les 31 août et 26 octobre- ont décidé de réviser de stable à négative la perspective associée à la notation de l'Italie confirmée à BBB.

Graphique E.1.1.1: Perspectives de croissance et des finances publiques selon la CE et le Gouvernement italien



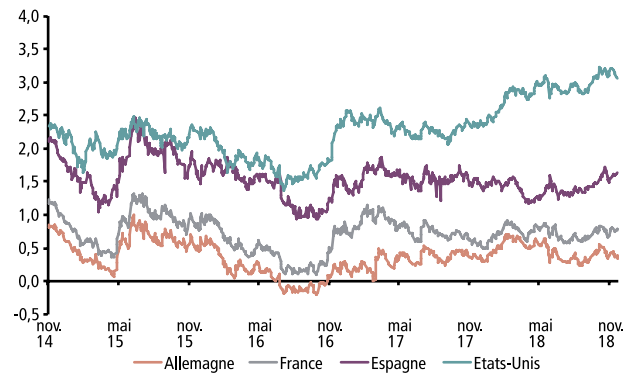
Sources : Ministère de l'économie italien & Commission Européenne

Graphique E.1.1.2 : Écart entre les taux de rendement obligataire à 10 ans italien et allemand



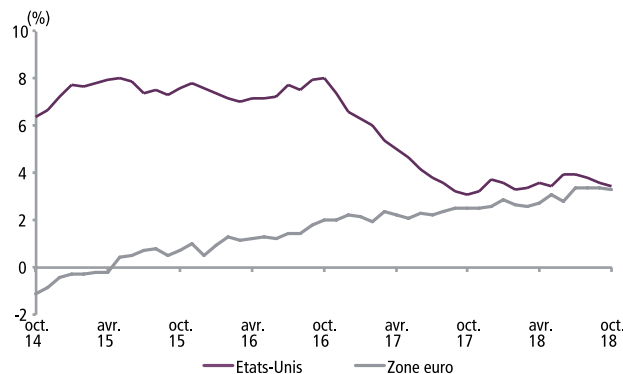
Source : Thomson Reuters

S'agissant de la dette publique, elle se situe à des niveaux très élevés, avec une maturité de 6,79 ans à fin septembre 2018. Suite à l'avis défavorable au projet de plan budgétaire récemment émis par la CE, le Gouvernement a décidé de réviser son objectif de privatisation à 1% du PIB en 2019 afin d'accélérer la réduction de la dette publique. Le ratio dette sur PIB ressortirait alors à 129,2% en 2019, à 127,3% en 2020 et à 126% en 2021, contrairement aux prévisions du FMI qui indiquent une stabilisation du ratio dette sur PIB à environ 130% au cours des 3 prochaines années, et à celles de la Commission à près de 131% sur la période 2019-2020. Afin d'éviter une procédure pour déficit excessif, le Gouvernement italien s'est dit récemment prêt à réviser une nouvelle fois le budget de 2019, ce qui s'est rapidement traduit par un relatif apaisement des tensions sur les marchés financiers.

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

Source : Thomson Reuters.

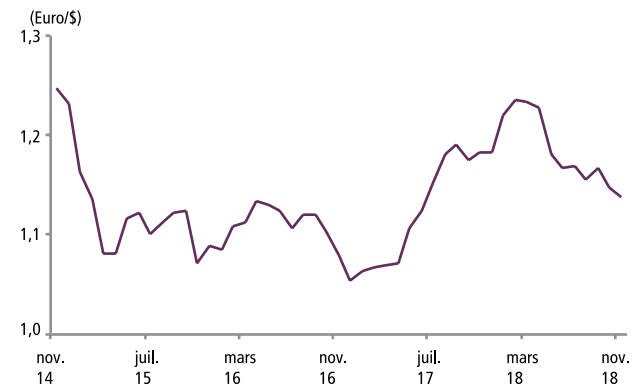
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,3%, alors que le Libor de même maturité a légèrement progressé de 2,5% en octobre à 2,6% en novembre. Le crédit bancaire a, quant à lui, vu son rythme annuel décélérer de 3,6% en septembre à 3,5% en octobre aux Etats-Unis et de 3,4% à 3,3% dans la zone euro.

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

Source : Thomson Reuters.

Sur le marché des changes, l'euro a été négativement impacté par le ralentissement de la croissance économique de la zone euro observé au cours du troisième trimestre et par les incertitudes liées au budget italien de 2019. Il s'est ainsi déprécié entre octobre et novembre de 1% vis-à-vis du dollar pour s'établir à 1,14 dollar, et a perdu 0,2% contre la livre sterling et 0,5% par rapport au yen japonais. Quant

aux monnaies des principaux pays émergents, elles ont évolué différemment vis-à-vis du dollar avec d'une part, une stagnation pour le real brésilien et le yuan chinois à respectivement 3,8 reals et 6,9 yuans et d'autre part, une appréciation de 7,9% pour la lire turque et de 2,5% pour la roupie indienne.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar

Source : Thomson Reuters.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la FED a maintenu inchangé lors de sa réunion des 7 et 8 novembre la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 2%-2,25%. Elle s'attend à ce que de futures hausses graduelles de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux seraient compatibles avec une expansion soutenue de l'activité économique, de bonnes conditions du marché du travail et une inflation proche de l'objectif de 2% à moyen terme.

De même, la BCE a décidé le 13 décembre de maintenir ses taux inchangés et a indiqué qu'elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Concernant les mesures non conventionnelles, elle a indiqué que les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) cesseront en décembre 2018. Elle a également signalé qu'au même temps, elle approfondit ses indications prospectives sur les réinvestissements. Elle entend ainsi poursuivre le réinvestissement, en

totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé lors de sa réunion du 1er novembre de maintenir inchangé son taux directeur à 0,75%. Elle a également décidé de garder le stock d'achats d'obligations du gouvernement britannique à 435 milliards de livres sterling et celui des achats d'obligations notées «investment-grade» d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling.

Au niveau des pays émergents, la Banque de Réserve de l'Inde a décidé le 5 décembre de laisser inchangé son taux directeur à 6,5%, tout en signalant que même si les prévisions d'inflation ont été révisées à la baisse et que certains risques ont été atténués, en particulier en ce qui concerne les prix du pétrole, plusieurs incertitudes assombrissent encore les perspectives d'inflation. De même, la Banque centrale du Brésil a gardé le 12 décembre son taux directeur à 6,5% et a indiqué que les dernières données continuent d'indiquer une reprise progressive de l'économie brésilienne, tout en réitérant que la conjoncture actuelle impose encore une politique monétaire de stimulation, à savoir un taux directeur bas. Pour sa part, la Banque centrale de Russie a décidé le 14 décembre de relever son taux directeur de 0,25 point de pourcentage à 7,75%, tout en indiquant que cette décision est de nature proactive et vise à limiter les risques inflationnistes qui demeurent élevés, en particulier à court terme. De plus, elle estime qu'il subsiste une incertitude quant à la réaction des prix et des anticipations d'inflation à la prochaine hausse du taux de TVA et que cette augmentation du taux directeur contribuera à éviter que l'inflation reste ancrée à un niveau nettement supérieur à son objectif.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Après avoir atteint ses plus hauts niveaux en quatre ans au mois d'octobre, le prix du Brent a chuté de 19% d'un mois à l'autre à 65,2 dollars le baril en novembre, et sa hausse en variation annuelle s'est nettement atténuée, ressortant à 4,2%. Cette évolution traduit principalement les craintes d'une surabondance de l'offre, tout particulièrement après les hausses importantes enregistrées des productions de l'Arabie Saoudite et des Etats-Unis et également la forte constitution des stocks américains.

Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen a poursuivi son recul, affichant une baisse de 6% d'un mois à l'autre et portant sa hausse en glissement annuel à 23,5%.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent en dollars



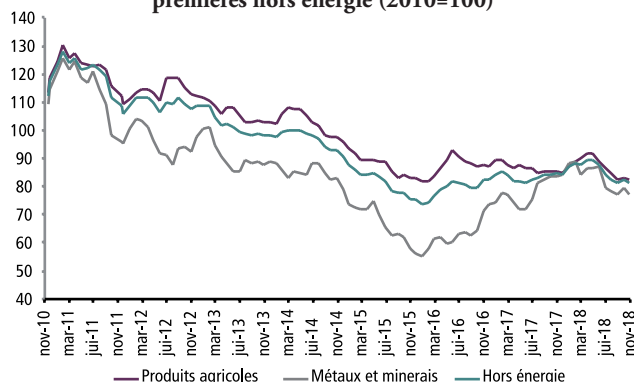
Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

S'agissant des matières premières non-énergétiques, les cours des métaux et minerais ressortent en repli de 7,1% en glissement annuel, sous l'effet notamment des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis qui ont entraîné une baisse de la demande des

métaux (Encadré 1.2). De même, ceux des produits agricoles ont enregistré une baisse de 3,9%, avec le blé en particulier qui a vu son prix fléchir de 4,6% par rapport à septembre, atténuant ainsi sa hausse annuelle à 13,3%.

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

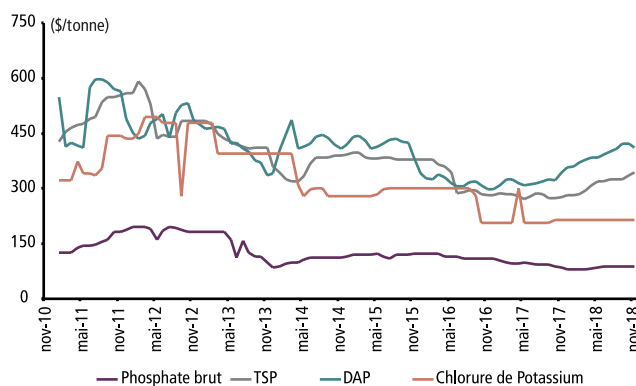


Source : Banque Mondiale.

Au niveau du marché du phosphate et engrais, le prix du phosphate brut a enregistré une progression mensuelle de 1,4% à 92,5 dollars/la tonne en novembre et celui de l'urée de 13,2% à 305,6\$/t. Les cours des dérivés phosphatés ressortent en revanche en recul de 2,5% à 410,2\$/t pour le DAP et de 1,6% à 379\$/t pour le TSP. Pour sa part, le prix du Chlorure de potassium poursuit sa stagnation depuis plus d'un an à 215,5 \$/la tonne.

En variation annuelle, les données font ressortir des hausses des prix de 15,6% pour le phosphate brut, de 19,2% pour le DAP, de 28,5% pour le TSP et de 9,1% pour l'urée.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



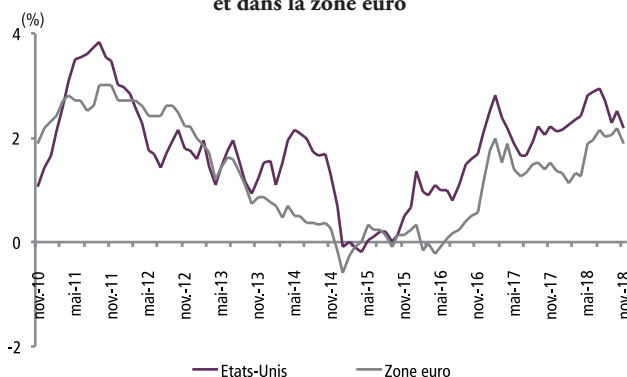
Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Selon Eurostat, l'inflation dans la zone euro a décéléré en novembre de 2,2% à 1,9%, reflétant, entre autres, des replis de 2,3% à 1,7% en Espagne, de 2,5% à 2,2% en France, de 2,4% à 2,2% en Allemagne et de 1,7% à 1,6% en Italie. Pour ce qui est des autres principales économies avancées, la hausse des prix à la consommation a ralenti à 2,2% aux Etats-Unis alors qu'elle s'est accélérée en octobre à 1,4% au Japon et est restée stable, le même mois, à 2,4% au Royaume-Uni.

Au niveau des pays émergents, l'inflation a reculé en novembre de 2,5% à 2,2% en Chine, de 4,6% à 4% au Brésil et de 3,4% à 2,3% en Inde. En revanche, elle a progressé de 3,5% à 3,8% en Russie.

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



Source : Eurostat et BLS

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

	2016	2017	2018		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	1,3	2,1	2,3	2,5	2,2
Zone Euro	0,2	1,5	2,1	2,2	1,9
Allemagne	0,4	1,7	2,2	2,4	2,2
France	0,3	1,2	2,5	2,5	2,2
Espagne	-0,2	2,0	2,3	2,3	1,7
Italie	-0,1	1,3	1,5	1,7	1,6
Royaume-Uni	0,7	2,7	2,4	2,4	n.d
Japon	-0,1	0,5	1,2	1,4	n.d

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

Encadré 1.2 : L'impact des tensions commerciales sur les matières premières

Dans son rapport d'octobre 2018 sur les perspectives des marchés des matières premières, la Banque Mondiale a indiqué que la renégociation des accords commerciaux et la montée des tensions commerciales entre certains pays ont eu un impact significatif sur les marchés des produits de base. En effet, la révision des droits de douane à ces produits a induit une hausse immédiate des prix intérieurs, a pénalisé le libre-échange et a déplacé les canaux commerciaux vers des produits non soumis aux tarifs et/ou en direction de pays plus ouverts. Le rapport note que les effets peuvent varier selon que les droits de douane sont appliqués : (i) aux importations provenant d'un seul pays, citant en exemple les importations chinoises de soja américain ; ou (ii) aux importations en provenance de nombreux pays telles les importations américaines d'acier et d'aluminium. Cet impact sera d'autant plus important que l'imposition concernera des pays ayant un poids élevé dans l'économie mondiale.

Ainsi, l'imposition par la Chine¹ de droits de douane de 25% sur les importations de soja américain a induit une modification substantielle des prix et des flux commerciaux de ce produit. Cette décision a entraîné une réorientation de la demande chinoise vers le Brésil dont les prix du soja ont connu une hausse, parallèlement à une nette baisse des cours aux États-Unis. Devant cette hausse des prix, les pays clients du Brésil, comme l'Union européenne, se sont tournés vers les États-Unis. Certaines estimations suggèrent que les exportations totales de soja des États-Unis pourraient diminuer d'environ un quart au cours des trois à cinq prochaines années et seulement la moitié de la perte des exportations américaines vers la Chine pourrait être compensée par une augmentation des exportations vers d'autres pays.

Pour ce qui est des produits en provenance de plusieurs pays, l'application des droits de douane peut avoir des effets globaux et durables. Après l'annonce en mars 2018 par le président américain de l'application de droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium, les prix de ces métaux ont fortement augmenté aux États-Unis. La hausse des prix de l'acier aux États-Unis depuis le début de l'année a ainsi été plus élevée de 25 points de pourcentage que celle au Royaume-Uni et l'écart entre la progression du prix de l'aluminium aux États-Unis par rapport à celle de l'indice de référence du « London Metal Exchange » est de 11 points de pourcentage. Bien que cela puisse contribuer à encourager la production nationale américaine, les coûts supplémentaires supportés par les consommateurs pourraient réduire le pouvoir d'achat aux États-Unis, et par conséquent le bien-être global.

Par ailleurs, les tensions commerciales croissantes peuvent susciter des inquiétudes quant à l'évolution du commerce, de l'investissement et de la croissance au niveau mondial, et donc assombrir les perspectives de la demande des produits de base. Les droits de douane peuvent perturber les chaînes d'approvisionnement mondiales et augmenter la demande de substituts d'autres pays. Une augmentation des tarifs jusqu'aux taux consolidés² légalement autorisés, pourrait se traduire par une baisse des flux commerciaux mondiaux allant jusqu'à 9%, similaire à celle enregistrée lors de la crise mondiale de 2008. D'ailleurs, selon les dernières données de l'OMC, la croissance du commerce mondial devrait davantage ralentir au quatrième trimestre 2018. Le dernier chiffre de l'indicateur des perspectives du commerce mondial publié le 26 novembre indique qu'il est passé sous la barre de 100, revenant de 100,3 à 98,6, soit le niveau le plus bas enregistré depuis octobre 2016, ce qui signifie que la croissance du commerce mondial devrait être inférieure à la tendance durant les mois à venir.

¹ La Chine, premier consommateur de soja au monde, satisfait une grande partie de ses besoins via l'importation.

² Un droit consolidé est un droit appliqué sur certains produits, qu'un membre de l'OMC s'est engagé juridiquement à ne pas dépasser. Dans le cadre de l'OMC, les membres s'engagent à « consolider » leurs droits (souvent au cours de négociations), et le taux consolidé représente le niveau maximal du droit qui peut être perçu sur un produit importé d'un membre.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin novembre 2018, le déficit commercial s'est creusé, par rapport à la même période de l'année précédente, de 13,3 milliards de dirhams pour se situer à 186,4 milliards. Les importations ont affiché une hausse de 35,4 milliards ou 8,8%, reflétant essentiellement un alourdissement de la facture énergétique et une augmentation des acquisitions de biens d'équipement. En parallèle, les exportations ont poursuivi leur dynamique avec une hausse de 22,1 milliards ou 9,7%, traduisant notamment une poursuite de la bonne performance des ventes de l'industrie automobile et des phosphates et dérivés. Le taux de couverture est ainsi passé de 56,7% à 57,2% d'une année à l'autre.

Par ailleurs, les recettes de voyage se sont quasiment stabilisées à leur niveau de novembre 2017 et les transferts des MRE ont baissé de 1,7%. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a enregistré une hausse de 36,7% à 31,8 milliards reflétant en partie la concrétisation de l'opération de cession de la société SAHAM. Dans ces conditions et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes de Bank Al-Maghrib se sont établies à 223,3 milliards de dirhams à fin novembre, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations a concerné l'ensemble des secteurs. Les ventes des phosphates et dérivés se sont accrues de 13,2% à 45,5 milliards de dirhams. Les exportations du secteur automobile ont augmenté de 10,6% à 59,9 milliards, reflétant principalement une hausse de 8,9% aussi bien pour la « construction » que pour le « câblage ». De même, les exportations du secteur « agriculture et agro-alimentaire » ont enregistré un accroissement de 6,3% à 52,1 milliards, intégrant une progression de 13,5% pour l'« agriculture, sylviculture, et chasse » et de 1,9% pour l'industrie alimentaire. Les ventes du secteur textile et cuir ont, pour leur part, affiché une progression de 4% à 35,8 milliards de dirhams et celles du secteur aéronautique se sont améliorées de 13,1% à 12,6 milliards.

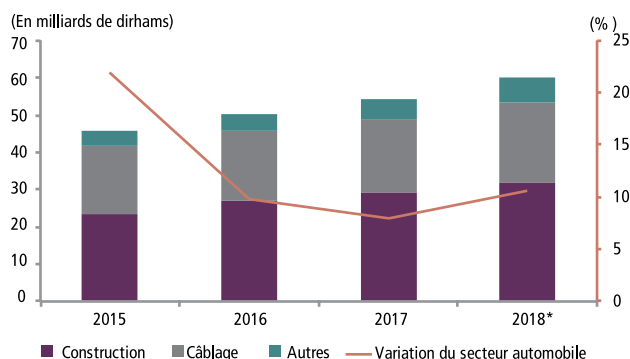
Tableau 2.1 : Evolution des exportations*
(en millions de dirhams)

Secteurs/ Segments	janv- nov. 2018*	janv- nov. 2017	Variations	
			En valeur	En %
Exportations	249 045	226 964	22 081	9,7
Phosphates et dérivés	45 478	40 176	5 302	13,2
Automobile	59 911	54 190	5 721	10,6
Construction	31 769	29 180	2 589	8,9
Câblage	21 377	19 628	1 749	8,9
Agriculture et Agro-alimentaire	52 146	49 078	3 068	6,3
Agriculture, sylviculture, chasse	20 501	18 058	2 443	13,5
Industrie alimentaire	29 740	29 184	556	1,9
Textile et Cuir	35 845	34 477	1 368	4,0
Vêtements confectionnés	22 323	21 780	543	2,5
Articles de bonneterie	7 380	7 060	320	4,5
Chaussures	2 775	2 749	26	0,9
Aéronautique	12 595	11 133	1 462	13,1
Electronique	8 943	8 298	645	7,8
Composants électroniques	4 097	3 977	120	3,0
Industrie pharmaceutique	1 110	1 044	66	6,3
Autres	33 017	28 568	4 449	15,6

*Données préliminaires.

Source : Office des Changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin novembre



*Données préliminaires.

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'augmentation de 8,8% des importations reflète essentiellement un alourdissement de 18,4% de la facture énergétique à 74,9 milliards, avec des hausses de 19,3% pour les achats de « gasoil et fuel » et de 17,6% pour ceux du « gaz de pétrole et autres hydrocarbures ». En parallèle, les acquisitions de biens d'équipement se sont accrues de 7,8% à 107,6 milliards, avec en particulier une augmentation de 49,7% pour les « parties d'avions ». Pour leur part, les importations de biens de consommation ont progressé de 7,1% à 98,6 milliards, reflétant essentiellement une hausse de 20,6% des achats des « parties et pièces pour voitures de tourisme ». De même, les importations de blé se sont accrues de 12,4% pour atteindre 8,1 milliards de dirhams.

Au total, le déficit commercial s'est creusé de 13,3 milliards à 186,4 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est amélioré de 0,5 point de pourcentage à 57,2%.

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

Groupements d'utilisation	janv-nov. 2018*	janv-nov. 2017	Variations	
			En valeur	En %
Importations CAF	435 408	400 045	35 363	8,8
Produits énergétiques	74 889	63 277	11 612	18,4
Gas-oils et fuel-oils	37 051	31 051	6 000	19,3
Gas de pétrole et autres hydrocarbures	14 636	12 445	2 191	17,6
Biens d'équipement	107 599	99 794	7 805	7,8
Parties d'avions	7 236	4 834	2 402	49,7
Machines et appareils divers	9 035	8 036	999	12,4
Produits finis de consommation	98 615	92 120	6 495	7,1
Parties et pièces pour voitures de tourisme	16 013	13 274	2 739	20,6
Produits bruts	22 250	18 830	3 420	18,2
Soufres bruts	7 161	4 495	2 666	59,3
Demi produits	90 588	87 561	3 027	3,5
Fils, barres et profilés en cuivre	4 586	3 665	921	25,1
Papiers et cartons	5 965	5 431	534	9,8
Produits alimentaires	41 292	38 350	2 942	7,7
Blé	8 067	7 175	892	12,4
Tourteaux	4 508	3 960	548	13,8

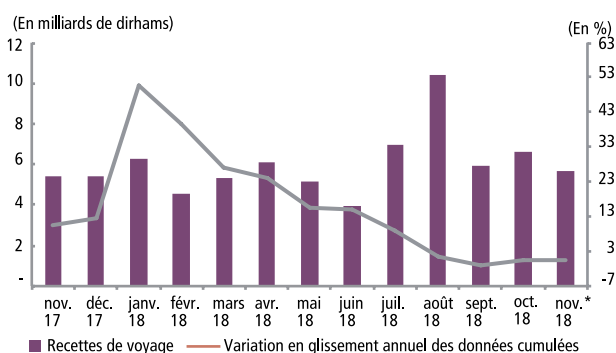
*Données préliminaires.

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, les recettes de voyage se sont quasiment stabilisées à 67,1 milliards de dirhams, alors que les dépenses au même titre ont progressé de 8,5% à 17,4 milliards de dirhams.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage

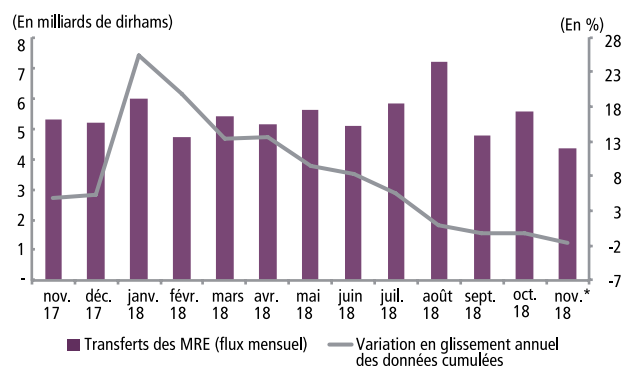


*Données préliminaires.

Source : Office des Changes.

Pour ce qui est des transferts des MRE, ils ont baissé de 1,7% à 59,7 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE



*Données préliminaires.

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Le flux net d'IDE a enregistré une hausse de 8,5 milliards de dirhams à 31,8 milliards, résultat d'une augmentation de 11,5 milliards des recettes, en relation essentiellement avec l'opération SAHAM, alors que les cessions n'ont progressé que de 2,9 milliards.

Dans ces conditions, et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 223,3 milliards à fin novembre 2018, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2018, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif et une quasi-stagnation des taux débiteurs. La décélération du crédit bancaire au secteur non financier s'est poursuivie et a concerné particulièrement les prêts accordés aux entreprises aussi bien privées que publiques. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, le rythme de progression des créances nettes sur l'administration centrale a ralenti tandis que celui des réserves internationales nettes s'est accéléré. Au total, la croissance de la masse monétaire est revenue à 4,1% contre 4,8% un trimestre auparavant.

Pour sa part, l'indice des prix des actifs immobiliers a reculé de 0,3% par rapport à son niveau du trimestre précédent. Cette évolution recouvre des replis de 1,5% pour les terrains et de 1% pour les actifs à usage professionnel, ainsi qu'une hausse de 0,4% pour les biens résidentiels. En parallèle, après une augmentation de 2,4% au deuxième trimestre, le nombre de transactions a baissé de 1,1%, résultat des replis des ventes des actifs à usage professionnel et des terrains de 8,2% et 4,8% respectivement, celles de biens résidentiels ayant, en revanche, augmenté de 0,8%. Sur le marché boursier, le MASI a enregistré une baisse de 4,6% au troisième trimestre et le volume des transactions s'est limité à 5,5 milliards de dirhams contre 11,9 milliards et 13 milliards respectivement durant les deux premiers trimestres de l'année.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du troisième trimestre 2018, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 72,1 milliards de dirhams en moyenne, sous l'effet de la hausse de la monnaie fiduciaire et dans une moindre mesure, de la baisse des réserves de change. Ainsi, Bank Al-Maghrib a augmenté le montant de ses injections à 72,3 milliards, dont 69,5 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 2,8 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Au cours du mois d'octobre et novembre 2018, le déficit de liquidité s'est situé en moyenne à 72,2 milliards. En parallèle, les interventions de Bank Al-Maghrib se sont établies à 72,7 milliards en moyenne.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté proche du taux directeur et s'est établi en moyenne à 2,29% au troisième trimestre et à 2,28% durant les mois d'octobre et novembre. Sur le marché des bons du Trésor, les taux ont connu globalement de légères hausses pour l'ensemble des maturités, aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

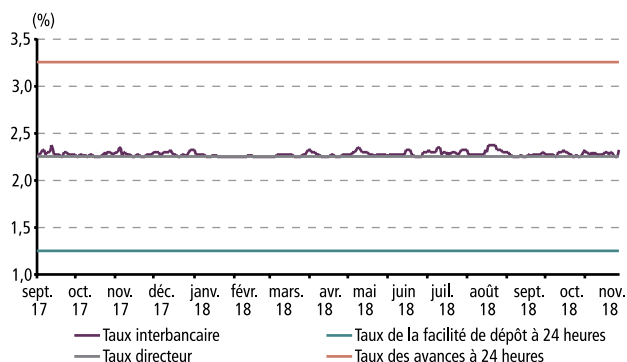
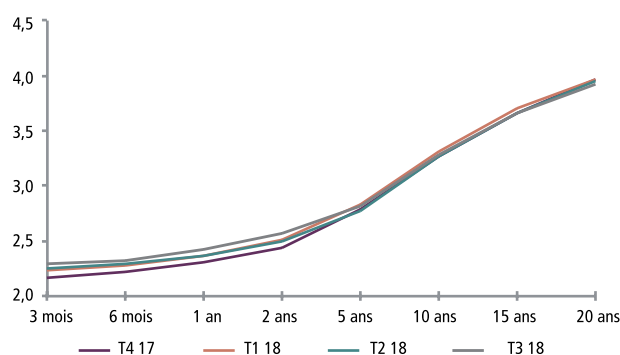
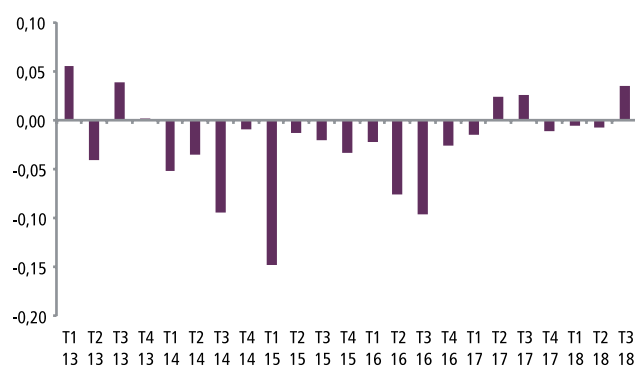


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2016		2017				2018			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	oct.	nov.
52 semaines	2,30	2,32	2,26	2,36	2,29	2,35	2,31	2,42	2,45	2,44
2 ans	2,44	2,52	2,41	2,49	2,44	2,53	2,49	2,58	2,60	2,59
5 ans	2,69	2,83	2,78	2,83	2,77	2,80	2,77	2,82	2,86	2,87
10 ans	3,08	3,27	3,27	3,32	3,28	3,28	3,24	3,28	3,31	3,33
15 ans	-	3,87	3,87	3,87	3,71	3,68	3,68	3,70	-	3,74

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

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont connu globalement de légères hausses au cours du troisième trimestre. Concernant les taux créditeurs, ils sont restés quasiment inchangés d'un trimestre à l'autre, s'établissant à 2,80% pour les dépôts à 6 mois et à 3,07% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques a légèrement augmenté au cours du troisième trimestre 2018.

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

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2018 indiquent une quasi-stabilité du taux moyen global à 5,35%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont

augmenté de 6 points de base recouvrant une hausse de ceux des facilités de trésorerie et une diminution de ceux appliqués aux prêts immobiliers et à l'équipement. Par taille d'entreprises, les taux ont reculé de 5 points de base pour les grandes entreprises et ont augmenté de 15 points pour de TPME. En revanche, les taux appliqués sur les crédits aux particuliers ont reculé de 30 points de base, avec en particulier des diminutions de 15 points des taux des prêts à l'habitat et de 25 points de ceux à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2018		
	T1	T2	T3
Global	5,43	5,36	5,35
Particuliers	5,78	6,09	5,79
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	6,94	10,35	9,50
Crédits immobiliers	4,94	5,00	4,85
Crédits à la consommation	6,40	6,57	6,32
Entreprises	5,28	5,12	5,18
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	5,23	5,02	5,15
Crédits à l'équipement	5,51	5,20	4,90
Crédits immobiliers	5,41	5,98	5,85
Entrepreneurs individuels	6,23	7,08	6,80
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	6,86	7,68	7,81
Crédits à l'équipement	6,81	6,41	6,64
Crédits immobiliers	5,78	6,06	5,76
Par taille d'entreprise			
TPME	6,09	5,78	5,93
Grande entreprise (GE)	4,75	4,72	4,67

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2016			2017			2018			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
6 mois	3,18	2,94	2,90	2,86	2,80	2,81	2,80	2,79	2,78	2,80
12 mois	3,55	3,33	3,30	3,20	3,10	3,09	3,10	3,15	3,10	3,07

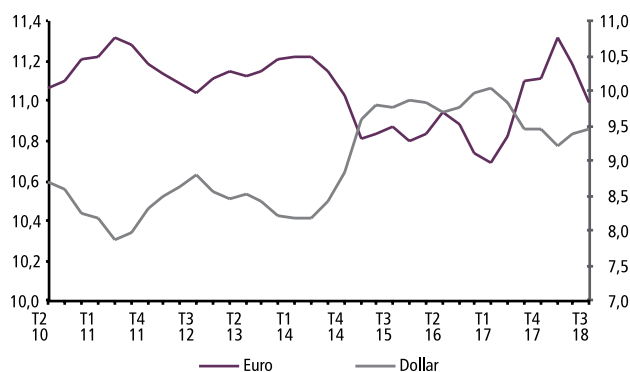
3.1.2 Taux de change

Au cours du troisième trimestre 2018, l'euro s'est déprécié de 2,4% par rapport au dollar américain. Tenant compte de cette évolution, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,7% vis-à-vis de l'euro et s'est dépréciée de 0,8% contre le dollar américain. Comparativement

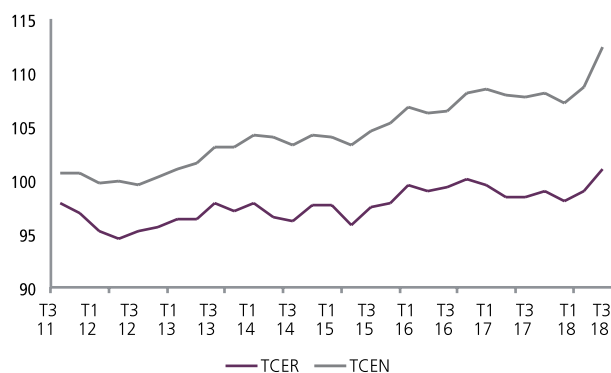
¹ Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 28,1% par rapport à la livre turque, de 8,9% vis-à-vis du réal brésilien et de 5,9% contre le yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 3,4% en termes nominaux et de 2,1% en termes réels.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

Pour ce qui est des transactions en devises, le volume des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au troisième trimestre une hausse de 7% pour les ventes à 21,9 milliards de dirhams et une baisse de 7,7% à 20,5 milliards pour les achats. Parallèlement, les opérations à terme ont marqué des augmentations d'un trimestre à l'autre, passant de 2,2 milliards à 6,4 milliards pour les ventes et de 9,7 milliards à 13 milliards pour les achats. En revanche, 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 ressort à 10,3 milliards à fin septembre, au lieu de 2,2 milliards à fin juin 2018.

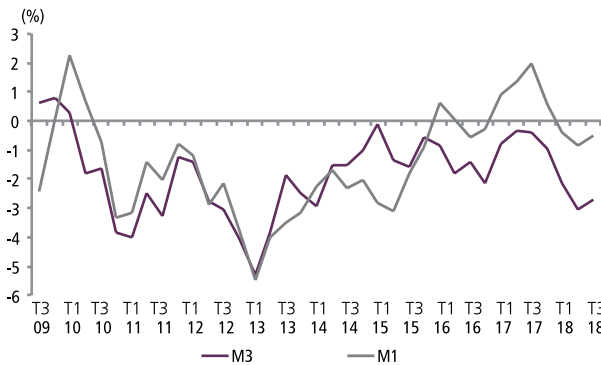
En octobre, les opérations de change des banques avec la clientèle se sont inscrites en hausse de 5,2% pour les achats à 35,3 milliards, et de 4,7% pour les ventes à 29,7 milliards. La position nette de change des banques s'est ainsi établie à 10,3 milliards à fin octobre.

3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de l'agrégat M3 a poursuivi sa décélération, revenant de 4,8 % au deuxième trimestre à 4,1% au troisième trimestre 2018. Cette évolution reflète le ralentissement de 7% à 5,6% du taux d'accroissement des dépôts à vue, avec des décélérations de 7,1% à 5,9% de ceux des ménages, de 7,9% à 4,9% pour les entreprises privées et de 18,4% à 11,5% pour le secteur public. L'analyse des autres composantes de la masse monétaire fait ressortir également des ralentissements de 5,2% à 4,6% des placements à vue et de 7,8% à 6,9% de la monnaie fiduciaire. Parallèlement, les comptes à terme ont enregistré une hausse de 0,7%, après une diminution de 1,8% le trimestre précédent, suite essentiellement à l'accélération de 22,9% à 51% des dépôts à terme des agents financiers et dans une moindre mesure à l'atténuation de la baisse de 38,8% à 38,2% de ceux du secteur public.

Par principales contreparties, l'évolution de M3 reflète globalement un ralentissement de 19,2% à 10,2% des créances nettes sur l'administration centrale et une quasi-stagnation à 2,3% du crédit bancaire.

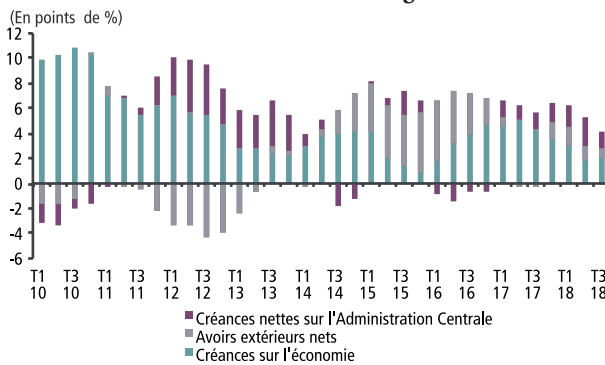
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



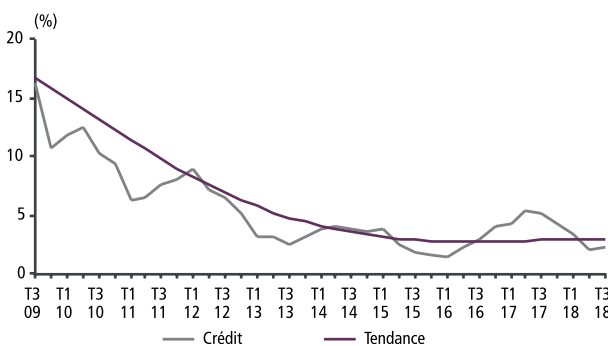
1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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



Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



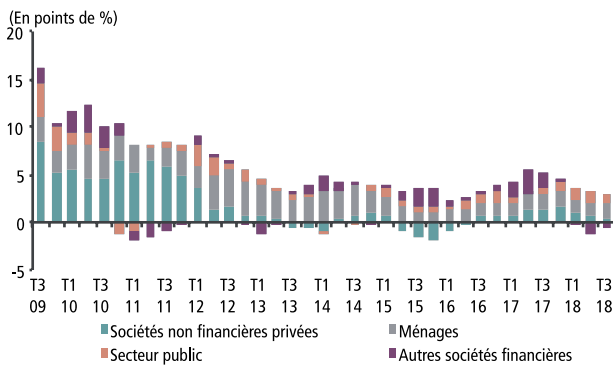
Concernant le crédit au secteur non financier, sa progression est revenue de 3,9% au deuxième trimestre à 3,4% au troisième trimestre, traduisant principalement le ralentissement des concours accordés aux entreprises aussi bien privées que publiques.

Les crédits aux entreprises publiques ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 21,5% à 14,5%, avec un ralentissement de 32,4% à 13,9% des prêts à l'équipement, les facilités de trésorerie ayant en revanche augmenté de 20,3% après un repli de 17,7%. Pour ce qui est des prêts aux entreprises privées, ils se sont accrus de 1,1% après 1,6% au deuxième trimestre, reflétant une décélération de 6,3% à 2,2% du rythme de progression des prêts à l'équipement et de 1,6% à 0,1% de celui des crédits destinés à la promotion immobilière. A l'inverse, les facilités de trésorerie ont vu leur baisse s'atténuer de 2,6% à 1,1%.

Par branche d'activité, les dernières données disponibles font ressortir une décélération de 1,5% à 0,2% des crédits destinés à la branche « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » et une diminution de 7,4% de ceux octroyés au secteur « électricité, gaz et eau », plus accentuée que celle de 6,6% observée un trimestre auparavant. Parallèlement, le rythme de progression du crédit s'est accéléré de 2,6% à 5,7% au troisième trimestre pour les « bâtiment et travaux publics », de 0,4% à 4,7% pour la branche « transports et communication » et de 12,7% à 14,4% pour les « industries alimentaires et tabac ».

En ce qui concerne les prêts aux ménages, ils se sont accrus de 3,8%, après 3,5% au deuxième trimestre, reflétant la hausse de 12,7% contre une baisse de 2,2% des facilités de trésorerie des entrepreneurs individuels et une légère accélération de 12,5% à 12,7% du taux d'accroissement de leurs prêts destinés à la promotion immobilière. De même, les crédits à l'habitat des particuliers ont enregistré une hausse de 4,1%, après 3,8% le trimestre précédent alors que ceux à la consommation ont ralenti de 6% à 5,7%.

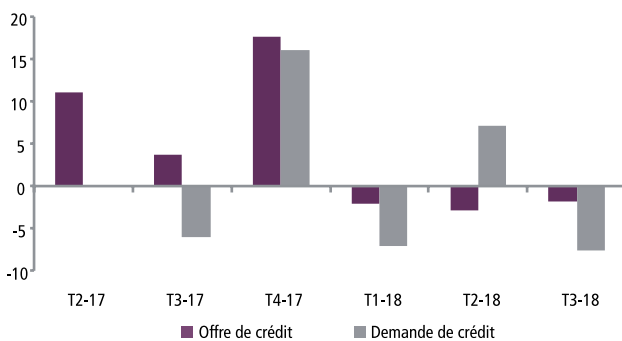
Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Pour ce qui est des créances en souffrance, elles se sont accrues de 3,2% au troisième trimestre, rythme quasi-stable par rapport au trimestre précédent. Cette évolution traduit des progressions des créances en souffrance de 2,5% pour les entreprises non financières privées et de 3,7% pour les ménages. Le ratio au crédit bancaire est resté inchangé à 7,7% globalement, à 11,3% pour les entreprises et à 7,9% pour les ménages.

Les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi de crédit au troisième trimestre 2018 indiquent qu'après un léger durcissement des critères d'octroi du crédit pour les entreprises durant le premier semestre et un léger assouplissement pour les ménages, les banques ont globalement maintenu inchangés les critères d'octroi du crédit bancaire au troisième trimestre. Pour sa part, comparée au trimestre précédent, la demande de crédit bancaire aurait baissé aussi bien celle émanant des entreprises que des particuliers.

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

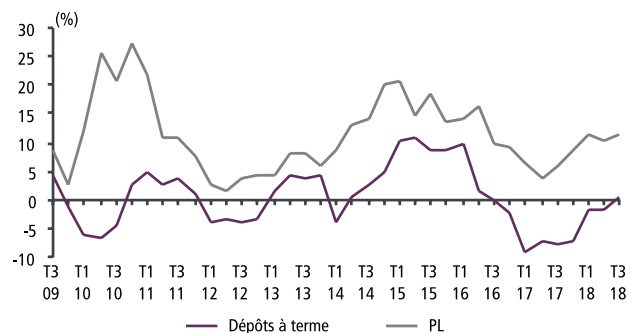


Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 2,1% à fin septembre 2018 au lieu de 2,3% un trimestre auparavant, résultat principalement de la décélération de 5% à 4% du rythme d'accroissement des concours distribués par les sociétés de financement. En revanche, les crédits accordés par les banques offshore ont marqué une hausse de 7,3% après 0,7% à fin juin.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre 2018 font ressortir une poursuite du ralentissement du crédit bancaire à 1,5%. En particulier, les prêts destinés au secteur non financier se sont accrues de 2,2% au lieu de 3,4% au troisième trimestre, résultat essentiellement d'un ralentissement des prêts aux entreprises aussi bien publiques que privées.

S'agissant des agrégats de placements liquides, ils se sont accrues de 11,5% après 10,6%, résultat d'une accélération de 1,5% à 5,7% des bons du Trésor. En revanche, les rythmes de progression des détentions ont décéléré de 25,7% à 9,2% pour les titres des OPCVM actions et diversifiés et de 23% à 21,9% pour les titres des OPCVM obligataires.

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



3.2 Prix des actifs

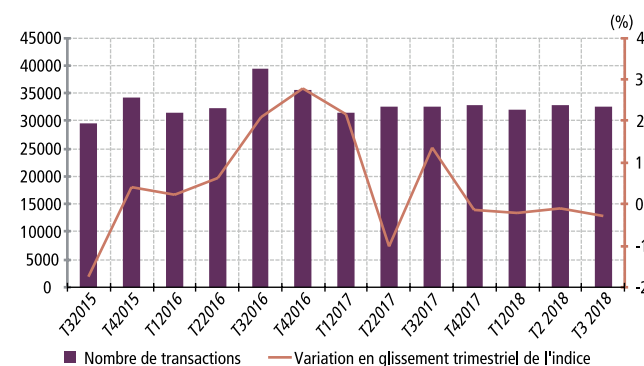
3.2.1 Actifs immobiliers

Au troisième trimestre de 2018, l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) a connu une baisse de 0,3% par rapport au trimestre précédent, recouvrant des diminutions de 1,5% pour les prix du foncier et de 1% pour ceux des biens à usage professionnel, ainsi qu'une augmentation de 0,4% des prix du résidentiel.

Le nombre de transactions a reculé de 1,1%, reflétant un repli des ventes de 4,8% pour les terrains et de 8,2% pour les actifs à usage professionnel. En revanche, les transactions portant sur les biens résidentiels ont progressé de 0,8%.

Au niveau des principales villes, les prix ont enregistré des évolutions différenciées, avec des hausses allant de 0,1% à Meknès à 4,8% à Oujda et des baisses variant de 0,2% à Casablanca et Tanger à 3,7% à Marrakech. Pour ce qui est des transactions, les augmentations les plus importantes ont été enregistrées à Oujda avec 20% et à Tanger avec 19,3%. En revanche, Casablanca et Marrakech ont connu la baisse la plus sensible avec un taux de 10,7%.

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

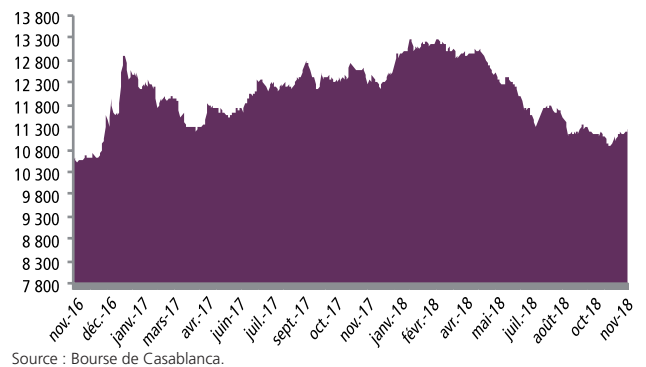


3.2.2 Actifs financiers

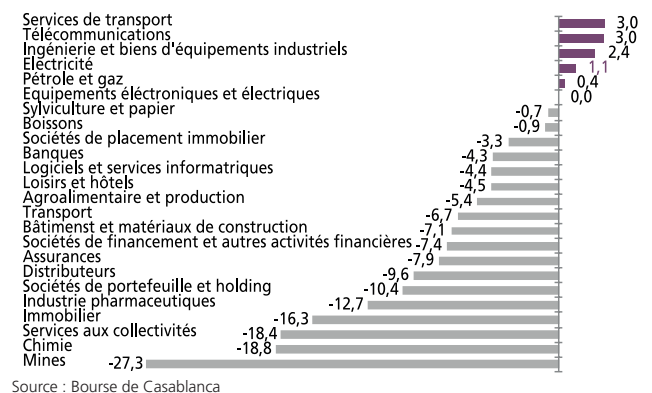
3.2.2.1 Actions

Au troisième trimestre de l'année, le MASI s'est de nouveau replié de 4,6% en glissement trimestriel, accentuant sa contreperformance annuelle à 8,5%. La baisse trimestrielle de l'indice de référence reflète notamment celles des indices sectoriels « mines » de 27,3%, « bâtiments et matériaux de construction » de 7,1% et « banques » de 4,3%. En revanche, l'indice des « télécommunications » a affiché une hausse de 3% d'un trimestre à l'autre.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2018 (en %)



Pour ce qui est du volume des échanges, il a fléchi à 5,5 milliards de dirhams, après 11,9 milliards et 13 milliards respectivement durant les deux premiers trimestres de l'année. Cette baisse a concerné l'ensemble des compartiments du marché, notamment le marché central avec un volume mensuel moyen revenant de 3,3

milliards à 1,5 milliard. Pour leur part, les opérations sur le marché de blocs se sont établies à 754,7 millions, après 1,2 milliard au deuxième trimestre.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est chiffrée à 578,7 milliards au terme du troisième trimestre, en baisse de 4,5% d'un trimestre à l'autre et de 7,7% depuis le début de l'année.

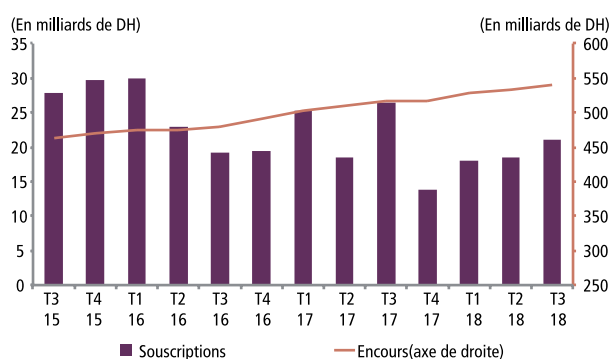
Les données les plus récentes indiquent une hausse mensuelle du MASI de 2,8% en novembre, après une baisse de 3,7% en octobre, ramenant sa contre-performance depuis le début de l'année à 9,4%. Le volume des échanges s'est établi, pour sa part à 1,5 milliard de dirhams contre une moyenne de 3,3 milliards durant les dix premiers mois de l'année et la capitalisation boursière a atteint 572,5 milliards en diminution de 8,7% par rapport à décembre 2017.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les levées du Trésor sur le marché intérieur se sont chiffrées à 27,2 milliards de dirhams au troisième trimestre en baisse de 18,1% d'une année à l'autre. Elles ont porté à hauteur de 69% sur des maturités moyennes et de 18% et 13% sur celles longues et courtes respectivement. Les taux associés à ces souscriptions ont connu globalement de légères hausses pour l'ensemble des maturités.

Les dernières données disponibles indiquent que les émissions du Trésor ont atteint 10,7 milliards de dirhams en novembre et ont porté à hauteur de 51% sur des maturités moyennes et de 32% sur celles de court terme. Tenant compte d'un montant de remboursements de 9,1 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 542,2 milliards en progression de 4,9% par rapport à décembre 2017.

Graphique 3.15 : Evolution de l'encours des bons du Trésor



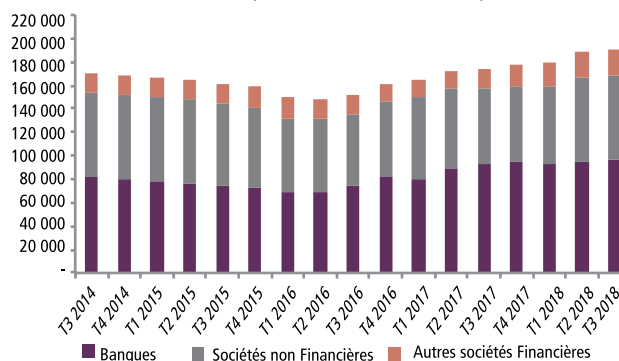
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, après s'être établies à 21,5 milliards au deuxième trimestre, les émissions ont atteint 13,5 milliards de dirhams au troisième trimestre, dont un montant de 10,8 milliards émis par les banques. Les souscriptions des entreprises non financières ont accusé une baisse revenant de 7,8 milliards à 1,1 milliard de dirhams, dont 728 millions sous forme de billets de trésorerie et 400 millions d'obligations.

En octobre, les émissions se sont établies à 4 milliards contre 3,3 en septembre, et tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée s'est chiffré à 190 milliards, en progression de 7% par rapport à décembre 2017.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le troisième trimestre de 2018, les souscriptions aux titres OPCVM se sont établies à 175,2 milliards de dirhams, enregistrant une baisse trimestrielle de 6,2% après celle de 17,2% le trimestre précédent. Ainsi, à l'exception des fonds « obligataires » dont les souscriptions ont augmenté de 3,7%, les autres catégories ont enregistré des replis dont les plus importants ont concerné les OPCVM « actions » et « diversifiés », avec des taux de 66% et 72,4% respectivement. Tenant compte d'une baisse de 10,8% des rachats à 175,5 milliards, les fonds OPCVM ont enregistré un mouvement de décollecte nette de 276,1 millions de dirhams.

Dans ces conditions, et prenant en considération une diminution de 1,7% de l'indice de performance global, l'actif net des OPCVM s'est quasiment stabilisé à 423,6 milliards de dirhams, maintenant sa progression depuis le début de l'année quasi-inchangée à 1,8%.

Les dernières données disponibles, arrêtées au 23 novembre 2018, indiquent une hausse de l'actif net des OPCVM de 3,8% par rapport à fin septembre à 439,7 milliards de dirhams soit une évolution de 5,7% depuis le début de l'année. Cette appréciation trouve son origine essentiellement dans l'augmentation importante des souscriptions nettes en OPCVM « monétaires » et « obligataires à moyen et long terme ».

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des dix premiers mois de 2018 fait ressortir un déficit en creusement de 4,1 milliards de dirhams à 34,5 milliards, résultat d'une évolution des dépenses plus importante que celle des recettes, ainsi que d'une baisse de 1,9 milliard du solde positif des comptes spéciaux du Trésor. Les ressources ordinaires ont ainsi progressé de 1,7%, recouvrant l'amélioration des recettes fiscales et le repli de celles non fiscales en raison de la baisse des encaissements des dons des pays du CCG. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 2,4%, reflétant essentiellement des hausses de la charge de compensation, des autres biens et services et des transferts aux collectivités territoriales, alors que les dépenses d'investissement ont enregistré une baisse de 0,9%. Le solde ordinaire ressort positif à 9,2 milliards, en baisse toutefois de 2,6 milliards d'une année à l'autre.

Concernant, le besoin de financement, il s'est allégé de 2,6 milliards par rapport à la même période en 2017, en liaison avec la reconstitution du stock des dépenses en instance de paiement d'un montant de 743 millions, contre le règlement de 5,9 milliards à fin octobre 2017. Par conséquent, la dette publique directe aurait augmenté de 3,5% par rapport à son niveau à fin décembre 2017. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent favorables comme en atteste l'évolution des taux moyens pondérés des bons du Trésor sur le marché primaire.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire des dix premiers mois de 2018 fait ressortir une progression de 1,7% à 206,9 milliards des recettes ordinaires, recouvrant un accroissement de 3,2% à 189,9 milliards des recettes fiscales et une régression de 13,7% à 14,6 milliards de celles non fiscales. L'évolution favorable du produit fiscal est attribuable essentiellement à celle des impôts indirects et des droits de douane.

Les recettes des impôts directs se sont légèrement accrues de 0,8% à 74,6 milliards, résultat d'une amélioration de 3,7% à 33,9 milliards du produit de l'IR et du recul de 2,2% des recettes de l'IS à 38,7 milliards. Celui-ci incorpore une quasi-stagnation à 3,3 milliards des recettes de l'IR sur les profits immobiliers et une hausse de 3,4% à 7,1 milliards de celles sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel.

De même, les rentrées des impôts indirects se sont améliorées de 5,1% à 93,9 milliards, reflétant essentiellement un renforcement de 6,1% à 70,8 milliards de celles de la TVA et de 2,2% à 23,1 milliards de celles de la TIC. Le produit de la TVA à l'intérieur s'est accru de 5,3% à 25,5 milliards et tient compte du remboursement des crédits de la TVA d'un montant

de 6,1 milliards contre 5,7 milliards un an auparavant. De même, les recettes de la TVA à l'importation ont augmenté de 6,5% à 45,3 milliards.

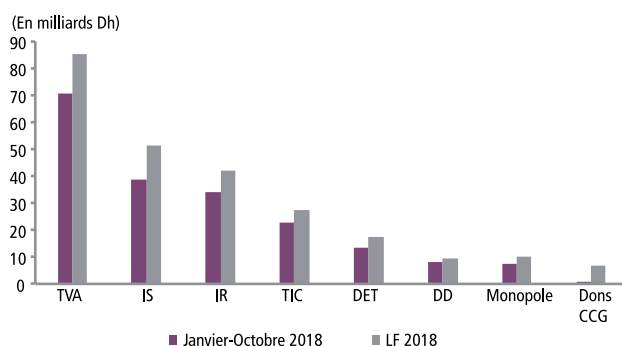
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)

	Janv.- oct. 2017	Janv.- oct. 2018	Var en %	LF 2018	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	203,4	206,9	1,7	262,4	78,8
Recettes fiscales	184,1	189,9	3,2	237,0	80,1
- Impôts directs	74,1	74,6	0,8	97,1	76,9
Dont I.S	39,6	38,7	-2,2	51,2	75,6
I.R	32,7	33,9	3,7	41,7	81,3
- Impôts indirects	89,3	93,9	5,1	112,7	83,3
TVA*	66,8	70,8	6,1	85,5	82,9
TIC	22,6	23,1	2,2	27,3	84,5
- Droits de douane	7,2	8,1	13,7	9,7	83,9
- Enregistrement & timbre	13,6	13,3	-2,2	17,5	75,7
Recettes non fiscales*	16,9	14,6	-13,7	22,1	65,8
- Monopoles	6,8	7,3	6,9	9,8	73,9
- Autres recettes	10,1	7,3	-27,6	12,3	59,3
dont Dons CCG	4,6	0,8	-83,3	7,0	11,0
Recettes des CST	2,4	2,4	-1,7	3,3	71,8

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales.
Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour ce qui est de la TIC, elle a drainé un total de 23,1 milliards, en amélioration de 2,2%, consécutivement notamment à la hausse de 5,3% à 8,7 milliards de la TIC sur les tabacs et à la légère augmentation de 0,3% à 13 milliards de celle sur les produits énergétiques. De même, les droits de douane ont procuré une recette de 8,1 milliards, en accroissement de 13,7%, alors que celle des droits d'enregistrement et de timbre a diminué de 2,2% à 13,3 milliards.

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



Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Note :

-TVA : Taxe sur la valeur ajoutée

- IS : Impôt sur les sociétés

- IR : Impôt sur le revenu

-TIC : Taxe intérieure de consommation

- DET : Droits d'enregistrement et de timbre

- DD : Droits de douane

Pour leur part, les recettes non fiscales se sont établies à 14,6 milliards, en repli de 13,7%, enregistrant un taux de réalisation de seulement 65,8% par rapport à la LF 2018, résultat principalement du recul des encaissements des dons des pays du CCG à 767 millions au lieu de 4,6 milliards à fin octobre 2017. Néanmoins, les recettes des monopoles ont affiché une hausse de 6,9% à 7,3 milliards, provenant principalement de l'OCF et de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière à hauteur de 2 milliards chacun, de Maroc Télécom pour 1,5 milliard et de BAM pour 488 millions.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont chiffrées à fin octobre 2018 à 245,3 milliards, en alourdissement de 2,4%, résultat d'un accroissement de 3,2% à 197,7 milliards des dépenses ordinaires et d'une baisse de 0,9% à 47,7 milliards des dépenses d'investissement. Les dépenses

de biens et services se sont accrues de 1,9% à 136,2 milliards, reflétant les hausses de 4,2% à 48,2 milliards des dépenses au titre des autres biens et services et de 0,7% à 88 milliards de la masse salariale, enregistrant ainsi un niveau d'exécution en retrait par rapport à la programmation de la loi de finances. L'évolution des dépenses du personnel découle en partie d'une hausse de 0,5% de sa composante structurelle et des rappels de 40,3%. S'agissant des dépenses des autres biens et services, elles tiennent compte d'une augmentation de 17,6% à 18,7 milliards des transferts aux établissements publics, de 19% à 12,5 milliards de ceux au profit de la Caisse Marocaine des Retraites et d'une baisse de 14,3% à 2,4 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor.

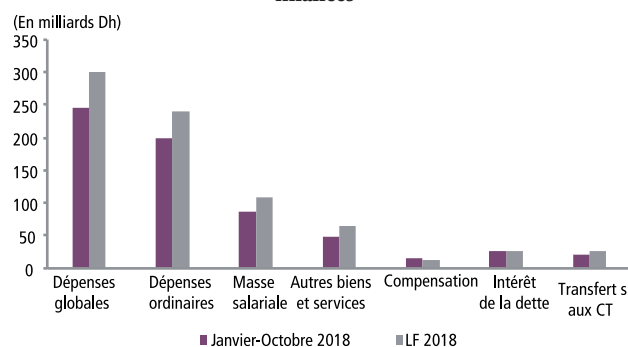
Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)*

	Janv.- oct. 2017	Janv.- oct. 2018	Variation En %	LF 2018	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	239,7	245,3	2,4	301,7	81,3
Dépenses ordinaires	191,6	197,7	3,2	241,5	81,9
Biens et services	133,6	136,2	1,9	175,0	77,8
Personnel	87,4	88,0	0,7	108,9	80,8
Autres biens et services	46,3	48,2	4,2	66,1	72,9
Intérêts de la dette	25,0	25,1	0,3	27,1	92,7
Compensation	12,8	15,1	17,7	13,7	110,1
Transferts aux CT	20,0	21,3	6,1	25,6	82,9
Investissement	48,1	47,7	-0,9	60,3	79,1

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

Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

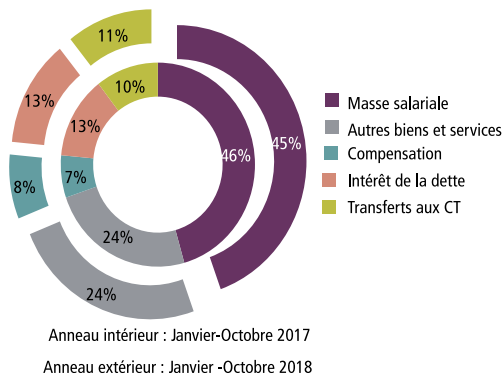
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Quant aux charges en intérêts de la dette, elles ont légèrement augmenté de 0,3% à 25,1 milliards, recouvrant un accroissement de 1,1% à 22,2 milliards des paiements d'intérêts sur la dette intérieure et une diminution de 5,2% à 3 milliards de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

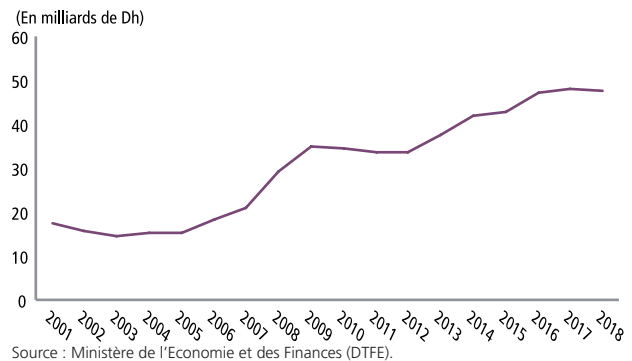


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Concernant la charge de compensation, elle s'est alourdie de 17,7% à 15,1 milliards, soit un taux d'exécution de 110,1% par rapport à la loi de finances. Selon les données de la Caisse de Compensation, la charge de subvention du gaz butane relative aux dix premiers mois de 2018 s'est élevée à 9,8 milliards, en hausse de 21% par rapport à la même période en 2017, alors que celle relative au sucre a diminué de 0,5% à 2,9 milliards.

Exécutées à hauteur de 79,1% par rapport aux prévisions d'émission de la loi de finances, les dépenses d'investissement ont baissé de 0,9% à 47,7 milliards, recouvrant principalement une hausse de 2,6% à 31,1 milliards des dépenses des Ministères et une baisse de 4,7% à 16,3 milliards des charges communes.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement, cumul de janvier à octobre

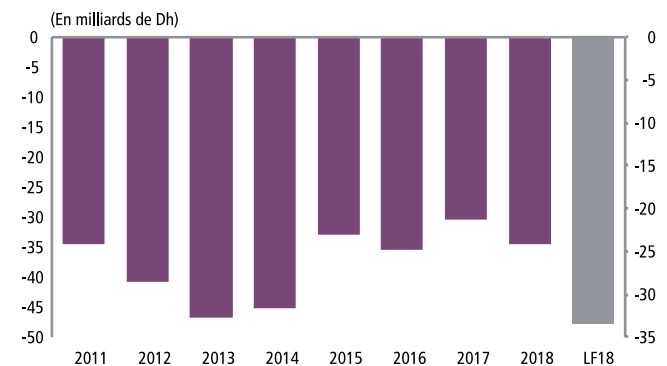


Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu des évolutions des recettes, des dépenses et du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des finances publiques s'est soldée par un déficit de 34,5 milliards, en creusement de 4,1 milliards par rapport à fin octobre 2017. Le Trésor a reconstitué son stock de dépenses en instance de paiement d'un montant de 743 millions, contre des règlements d'un montant de 5,9 milliards un an auparavant. Le déficit de caisse ressort ainsi à 33,8 milliards, en allègement de 2,6 milliards par rapport à la même période en 2017.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire, cumul de janvier à octobre



Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

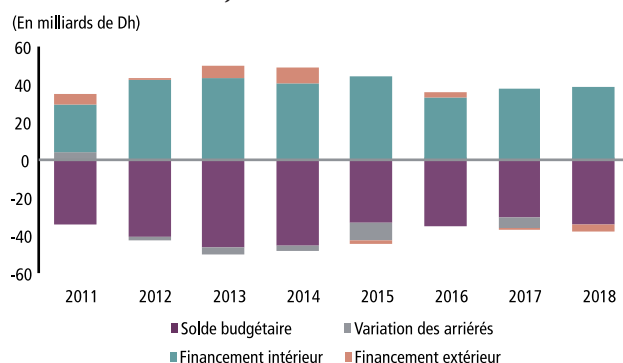
Le flux de financement négatif de 3,8 milliards ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 37,6 milliards de dirhams contre 37,5 milliards à fin octobre 2017.

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

	Janv.- oct. 2017	Janv.- oct. 2018	LF 2018	Ecart absolu LF/Janv.-oct. 2018
Solde ordinaire	11,8	9,2	21,0	11,8
Solde des CST	5,8	4,0	6,0	2,0
Solde primaire	-5,4	-9,4	-6,2	3,2
Solde budgétaire	-30,4	-34,5	-33,3	1,3
Variation des dépenses en instance	-5,9	0,7	0,0	
Besoin de financement	-36,4	-33,8	-33,3	0,5
Financement intérieur	37,5	37,6	13,5	-24,1
Financement extérieur	-1,1	-3,8	19,8	23,6

Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 23,9 milliards contre 26,3 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont été effectuées principalement sur les bons à 2 ans à hauteur de 13,8 milliards, les bons à 5 ans pour 11,5 milliards et les bons à 10 ans pour 9,6 milliards. En parallèle, les principaux remboursements nets ont concerné les bons à 52 semaines pour 9,4 milliards et les bons à 26 semaines pour 1,2 milliard.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement, cumulé de janvier à octobre*


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

Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent

globalement favorables pour les dix premiers mois de 2018 par rapport à la même période en 2017. Les taux appliqués aux bons à 26 semaines, à 5 ans et à 15 ans ont diminué respectivement de 3 pdb, 1 pdb et 17 pdb, alors que ceux appliqués aux bons à 13, 52 semaines et à 2 ans ont connu des augmentations respectives de 4 pdb, 6 pdb et 7 pdb. En outre, le taux d'émission des bons à 10 ans s'est quasiment stabilisé à 3,27%.

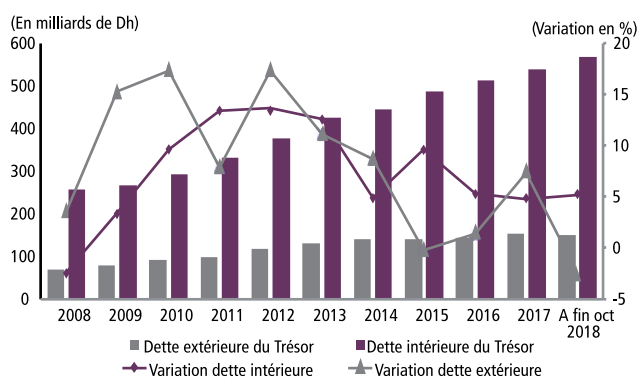
**Tableau 4.4 : Evolution de l'endettement du Trésor
(en milliards de dirhams)**

	2013	2014	2015	2016	2017	A fin oct. 2018*
Dettes extérieures du Trésor	129,8	141,1	140,8	142,8	153,2	149,4
Var en %	11,1	8,7	-0,2	1,4	7,3	-2,5
Dettes intérieures du Trésor	424,5	445,5	488,4	514,7	539,1	567,2
Var en %	12,6	5,0	9,6	5,4	4,8	5,2
Encours de la dette directe	554,3	586,6	629,2	657,5	692,3	716,6
Var en %	12,3	5,8	7,3	4,5	5,3	3,5

Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

* Pour la dette à fin octobre 2018, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Pour ce qui est de la dette publique directe, les estimations basées sur les flux de financement font ressortir une progression de 3,5% à fin octobre 2018 par rapport à son niveau à fin décembre 2017. Cette évolution recouvre une hausse de 5,2% de la dette intérieure et un recul de 2,5% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre 2018 montrent un net ralentissement de la croissance à 2,4% contre 4,5% un an auparavant, résultat d'une hausse de 3% au lieu de 18,1% de la valeur ajoutée agricole et de 2,4% après 3% des activités non agricoles. Du côté de la demande, cette évolution reflète principalement la décélération de la demande intérieure et dans une moindre mesure celle de la demande extérieure.

Pour le second semestre et au regard des dernières données infra-annuelles disponibles, le rythme de l'activité aurait connu une décélération par rapport à la même période de l'année précédente, avec un taux revenant de 4,2% à 3,7%. Cette évolution refléterait essentiellement un fort ralentissement de la valeur ajoutée agricole, les activités non agricoles se seraient, en revanche, améliorées de 3,3% après 2,9%. S'agissant des composantes de la demande, la contribution positive de la demande extérieure se serait atténuée en relation avec une modération de la progression des exportations de biens et services. Pour la demande intérieure, le rythme de l'investissement aurait ralenti alors que celui de la consommation finale des ménages se serait accéléré suite à la poursuite de la relative amélioration de la situation sur le marché de travail et de la reprise des activités non agricoles.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé entre le troisième trimestre 2018 et le même trimestre de 2017, 122 mille emplois, dont 98 mille dans les services. Compte tenu d'une entrée nette de 58 mille demandeurs d'emploi, le taux de chômage a reculé de 10,6% à 10% au niveau national, de 14,9% à 14,3% dans les villes et de 4,6% à 3,9% en zones rurales. Concernant le coût du travail, les données relatives au troisième trimestre montrent un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 3,9% après 2,4% en termes nominaux et d'une hausse de 2,3% contre 2,2% en termes réels.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre 2018 font ressortir une décélération de 4,6% à 3,3% de la consommation finale des ménages ramenant sa contribution à la croissance de 2,6 points de pourcentage à 1,9 point.

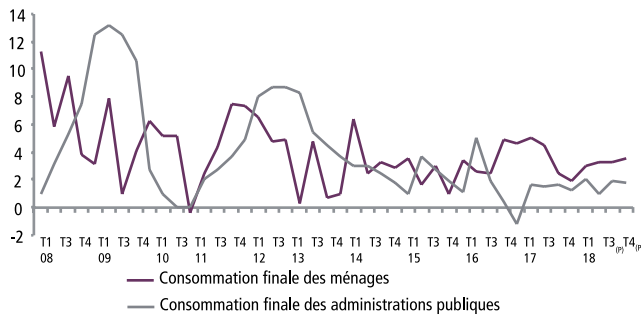
Au second semestre 2018, elle se serait accrue d'environ 3,4% après 2,2% au même semestre de l'année précédente, en relation avec la hausse des revenus. Celle-ci refléterait l'amélioration des activités non agricoles, de la situation sur le marché du travail et du crédit à la consommation. De surcroît, les données des échanges extérieurs font ressortir une accélération des importations des produits finis de consommation.

Toutefois, les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages menée par le HCP indiquent une

dégradation de l'indice de confiance des ménages qui est revenu à 82,5 points au troisième trimestre au lieu de 85,5 points au même trimestre une année auparavant.

Pour sa part, la consommation finale des administrations publiques a ralenti au deuxième trimestre revenant de 1,6% à 1%. Au cours du deuxième semestre, elle se serait établie à 1,9% au lieu de 1,5% un an auparavant. En effet, les dépenses de personnel se sont accrues de 0,7% à fin octobre, contre une baisse de 0,4% comparativement au dix premiers mois de l'année précédente, et les dépenses au titre des autres biens et services ont connu une progression de 4,2% au lieu de 2% une année auparavant.

Graphique 5.1 : Dépenses de la consommation finale nationale (variation en %)



Sources : HCP et prévisions BAM

5.1.2 Investissement

L'investissement a connu un ralentissement de 2,8% à 0,1% au deuxième trimestre, sa contribution à la croissance est ressortie ainsi nulle au lieu de 0,9 point de pourcentage l'année précédente.

Au second semestre, l'investissement aurait poursuivi sa décélération comme le laissent indiquer les données infra-annuels. En effet, l'investissement du Trésor a connu un repli de 0,9% à fin octobre au lieu d'une hausse de 1,7% à la même période une année auparavant. Parallèlement, les crédits à l'équipement et les crédits immobiliers ont enregistré des ralentissements de 13,6% à 3,4% et de 4,1% à 2,1%, respectivement. Pour leur part, les activités du bâtiment et des travaux publics ont poursuivi leur atonie comme le laisse présager l'évolution des ventes de ciment qui ont connu une baisse de 2,3% au troisième trimestre 2018.

Pour ce qui est du climat des affaires, il a été qualifié de « normal » par près des deux tiers des industriels sondés dans le cadre de l'enquête de conjoncture trimestrielle réalisée par Bank Al-Maghrib dans le secteur industriel.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre 2018, les exportations de biens et services en volume ont enregistré une augmentation

de 6,7% contre 8,6% une année auparavant, alors que les importations ont connu un ralentissement de leur rythme de 5,3% à 4,9%. Par conséquent, la contribution des exportations nettes à la croissance a connu une légère baisse revenant de 0,6 point de pourcentage à 0,3 point.

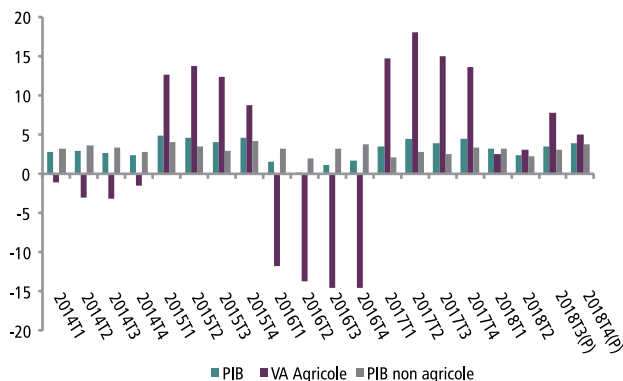
Pour le deuxième semestre, cette orientation se serait poursuivie avec une contribution à la croissance moins importante comparativement à la même période de 2017. En effet, le rythme d'accroissement des exportations aurait décéléré tout en restant soutenu, à la faveur de la bonne performance des ventes de phosphates et dérivés et du secteur automobile. S'agissant des importations, elles auraient ralenti en relation principalement avec la décélération des acquisitions des produits énergétiques et celle des dépenses voyages.

5.3 Offre globale

Au deuxième trimestre 2018, la croissance a nettement ralenti, revenant de 4,5% à 2,4%. Cette évolution reflète une décélération de 18,1% à 3% de la valeur ajoutée agricole et de 3% à 2,4% de celle non agricole.

Au second semestre, le PIB aurait progressé de 3,7% au lieu de 4,2% un an auparavant, sous l'effet principalement du ralentissement du rythme d'accroissement de la valeur ajoutée agricole de 14,3% à 6,4% lui-même lié à un effet de base dû à une succession de deux bonnes récoltes céréalières après une année de sécheresse. En revanche, les activités non agricoles se seraient accélérées de 2,9% à 3,3%.

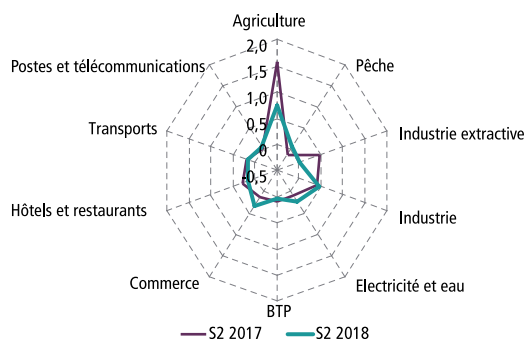
Graphique 5.2 : PIB par composante
(aux prix de l'année dernière, variation en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Sur le plan sectoriel, le secteur secondaire aurait connu une hausse de 8,8% au lieu de 4% de la valeur ajoutée au niveau de la branche « électricité et eau », de 2,9% après 2,7% dans les industries manufacturières, avec en particulier une bonne orientation des industries du textile et cuir au troisième trimestre. En revanche, l'activité minière aurait nettement décéléré avec un rythme revenant de 19,5% à 1,4%. Pour le BTP, il aurait poursuivi son atonie, avec une hausse limitée de sa valeur ajoutée de 0,8% après 1,7%.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau des activités tertiaires, la progression de la valeur ajoutée se serait accélérée de 1,6% à 4,3% pour la branche « commerce », de 0,5% à 2,6% pour les postes et télécommunications et aurait ralenti de 5,1% à 4% pour les services de transport et de 11,2% à 5,6% pour la branche « hôtels et restaurants », traduisant en

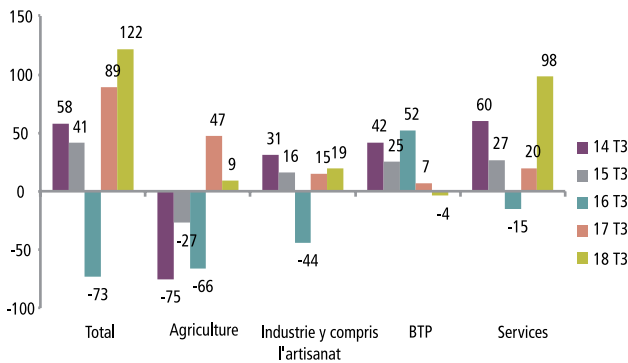
particulier une hausse limitée des nuitées par rapport à la même période de l'année précédente.

Pour l'ensemble de l'année 2018, la croissance ressortirait en décélération à 3,3% après 4,1% en 2017, attribuable au net ralentissement de la valeur ajoutée agricole, les activités non agricoles devant pour leur part s'accroître de 3,1% au lieu de 2,7%.

5.4 Marché du travail et capacités de production

La situation du marché de travail a été marquée entre le troisième trimestre et le même trimestre de 2017 par une hausse de 0,5% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 11,7 millions de personnes, avec une augmentation de 1,3% dans les villes et un repli de 0,6% dans les zones rurales. Compte tenu d'une progression de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a poursuivi sa baisse, revenant de 45,5% à 45%. Par milieu de résidence, il a diminué de 0,4 point à 41,1% en milieu urbain et de 0,5 point à 51,9% dans le milieu rural.

Du côté de l'offre d'emploi, l'économie nationale a créé 122 mille postes, dont 118 mille en milieu urbain. La population active occupée s'est ainsi accrue de 1,2%. Les services restent les principaux pourvoyeurs d'emplois avec 98 mille postes, suivis par l'industrie y compris l'artisanat avec 19 mille et l'agriculture avec 9 mille. Le secteur du BTP a, en revanche, accusé une perte nette de 4 mille emplois après une création de 7 mille un an auparavant.

Graphique 5.4 : Créations d'emplois par secteur (en milliers)

Source : HCP.

5.4.1 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a connu un repli de 5,2% à 1,17 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage s'est replié de 10,6% à 10% au niveau national, de 14,9% à 14,3% en milieu urbain et de 4,6% à 3,9% en milieu rural. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux a diminué de 1,8 point à 27,5% globalement et de 0,5 point à 44,7% dans les villes.

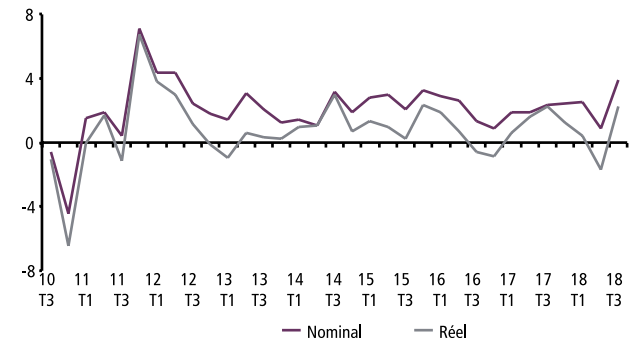
S'agissant du sous-emploi¹, son taux est revenu de 9,9% à 9,7% au niveau national, de 8,3% à 8,2% dans les villes et de 11,8% à 11,6% en zones rurales.

5.4.2 Productivité et salaires

Au troisième trimestre, la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles² a ralenti, en glissement annuel, revenant de 1,9% à 1,5%. Cette évolution reflète des accélérations de 2,5% à 3,1% de la valeur ajoutée et de 0,6% à 1,6% du volume d'emploi.

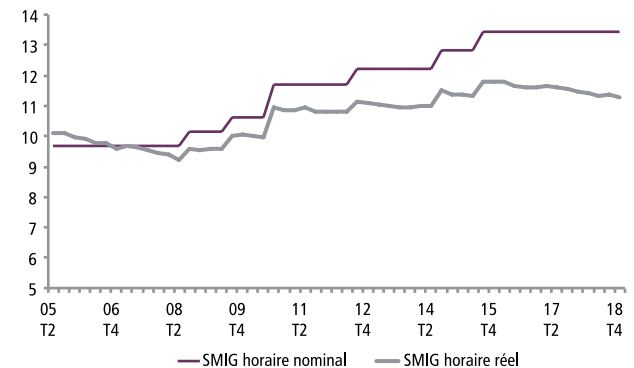
Pour ce qui est des coûts salariaux, les données du deuxième trimestre de l'année attestent d'une hausse, en glissement annuel, de l'indice des salaires moyen,

calculé sur la base des données de la CNSS, de 3,6% après 2,4% en termes nominaux et d'un accroissement de 2,3% contre 2,2% en termes réels.

Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)

Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il est resté inchangé, au troisième trimestre, à 13,46 dirhams en termes nominaux. Tenant compte d'un accroissement de 1,6% de l'indice des prix à la consommation, il a accusé, en termes réels, un repli de 1,6% en glissement annuel et devrait diminuer de 1,4% au quatrième trimestre 2018.

Graphique 5.6 : SMIG horaire (en dirhams)

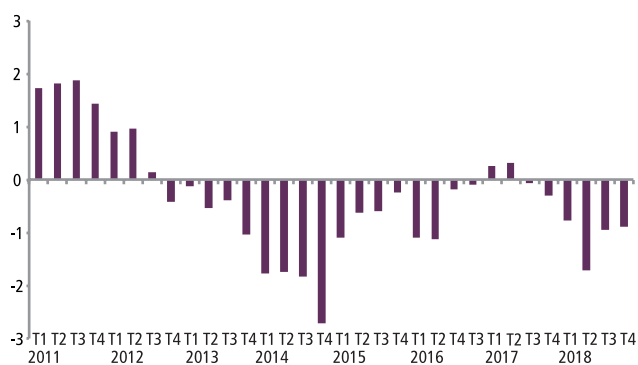
Sources : Ministère de l'Emploi et des Affaires Sociales et calculs BAM.

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours du deuxième semestre 2018.

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

2 Appréhendée par le rapport entre la valeur ajoutée non agricole et la population active occupée hors agriculture.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T3 2017	T3 2018
Taux d'activité (en %)	45,5	45,0
Urbain	41,5	41,1
Rural	52,4	51,9
Taux de chômage (en %)	10,6	10,0
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	29,3	27,5
Urbain	14,9	14,3
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	45,2	44,7
Rural	4,6	3,9
Créations d'emplois (en milliers)	89,0	122,0
Urbain	29,0	118,0
Rural	60,0	4,0
Secteurs		
- Agriculture	47,0	9,0
- Industrie y compris l'artisanat	15,0	19,0
- BTP	7,0	-4,0
- Services	20,0	98,0
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	1,9	1,5
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	1,9	1,3
Réel	1,5	-1,3

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

L'inversement projeté de la tendance haussière de l'inflation au troisième trimestre 2018 s'est confirmé à une ampleur plus importante que prévu dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. En effet, après avoir poursuivi son accélération entamée au quatrième trimestre 2017 pour atteindre 2,6% au deuxième trimestre, l'inflation est revenue à 1,6% au troisième trimestre et à 1,1% en octobre. Cette évolution est attribuable principalement à la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils de 3,7% en octobre après des hausses de 0,8% au troisième trimestre et de 9,1% au deuxième trimestre. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés et les prix des carburants et lubrifiants ont progressé en octobre de 2,7% et de 8,1% respectivement, taux globalement inchangés par rapport au troisième trimestre. Quant à l'inflation sous-jacente, elle s'est établie à 1,2%, rythme identique à celui enregistré un trimestre auparavant.

A court terme, l'inflation devrait poursuivre sa tendance baissière s'établissant à 1,4% au quatrième trimestre alors que sa composante sous-jacente se maintiendrait à 1,2%.

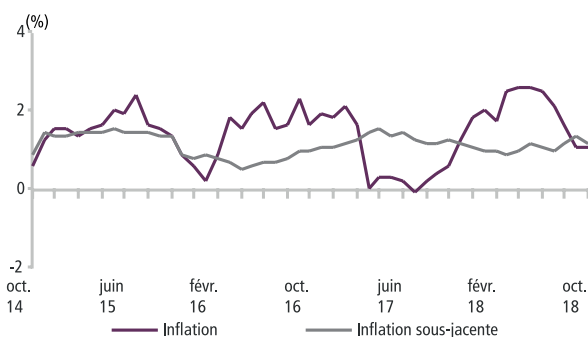
6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation est passée de 1,6% en moyenne au troisième trimestre 2018 à 1,1% en octobre. Cette décélération est attribuable principalement à la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils de 3,7% après une hausse de 0,8%. Elle est liée également et dans une moindre mesure à celle des prix des carburants et lubrifiants qui se sont accrus de 8,1% après 9,5%.

Quant aux tarifs des produits réglementés ils ont évolué au même rythme que celui enregistré au troisième trimestre.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente a gardé un rythme stable sur la même période s'établissant à 1,2%.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

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

1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

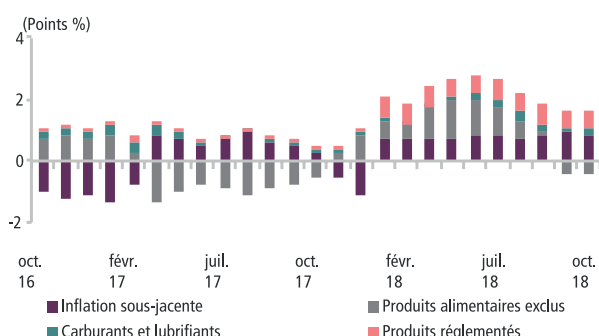
Sources : HCP et calculs BAM.

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

La baisse du rythme de progression des produits alimentaires à prix volatils observée au troisième trimestre s'est poursuivie en octobre suite à l'amélioration de l'offre de certains produits frais. Ainsi, le recul des prix des légumes frais s'est accentué de 9,7% à 17,8% et les prix des fruits frais ont vu leur hausse s'atténuer de 10% à 0,1%.

En conséquence, la contribution des prix des produits alimentaires à prix volatils à l'inflation est ressortie négative à -0,5 de point de pourcentage en octobre au lieu de 0,1 point de pourcentage en moyenne au cours du troisième trimestre 2018.

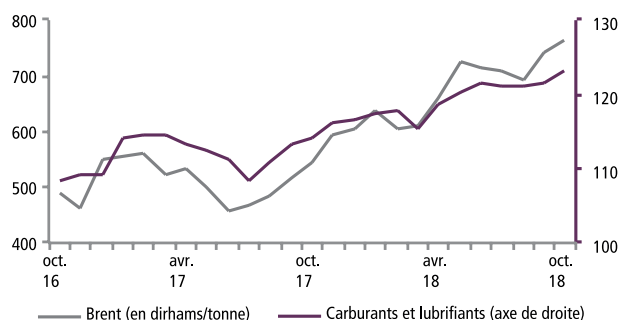
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

Dans le même sens, les prix des carburants et lubrifiants ont évolué à un rythme moins rapide, soit 8,1% en octobre au lieu de 9,5% en moyenne au troisième trimestre. Cette décélération est imputable en grande partie à un effet de base, leur prix ayant connu une hausse mensuelle de 1,5% en octobre 2018.

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



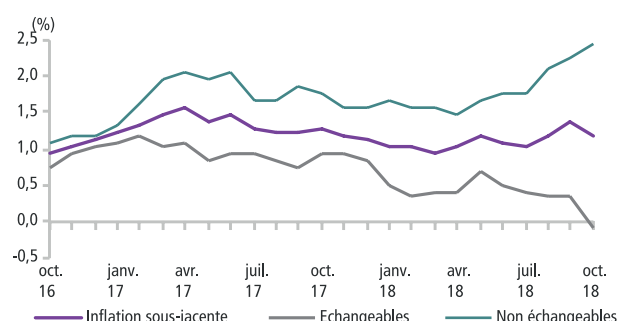
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

Concernant les tarifs des produits réglementés, leur rythme est resté stable à 2,7% durant la même période en l'absence de nouvelles décisions réglementaires.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente s'est établie à 1,2% en octobre, soit le même rythme observé au troisième trimestre 2018. Cette évolution recouvre l'accroissement de la hausse des prix des produits non échangeables qui a compensé la décélération de l'inflation des biens échangeables.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

En effet, les prix des biens échangeables ont enregistré un recul de 0,1% en octobre après une hausse de 0,4% en moyenne au cours du troisième trimestre. Cette évolution est liée à l'accroissement de la baisse des prix des « légumineuses sèches » à 7,8% après un recul

de 2,5% et de celle du « lait » à 1,7% après 0,3% ainsi qu'avec la baisse des prix des « huiles » de 1,2% après une progression de 0,7% le trimestre précédent. Ainsi, la contribution des prix des biens échangeables à l'inflation sous-jacente ressort quasi nulle en octobre comparativement à 0,2 point de pourcentage au dernier trimestre.

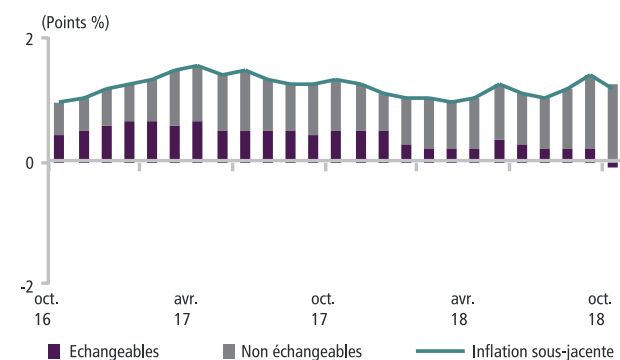
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation mensuelle			Variation annuelle		
	août 18	sept. 18	oct. 18	août 18	sept. 18	oct. 18
Biens échangeables	-0,2	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1
Biens non échangeables	0,4	0,9	0,0	2,1	2,3	2,4
Inflation sous-jacente	0,0	0,1	0,0	1,2	1,4	1,2

Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens non échangeables ont vu leur rythme de progression s'accélérer de 2,1% au troisième trimestre à 2,4% en octobre. Cette évolution est portée principalement par la hausse des prix de l'enseignement observée en septembre.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

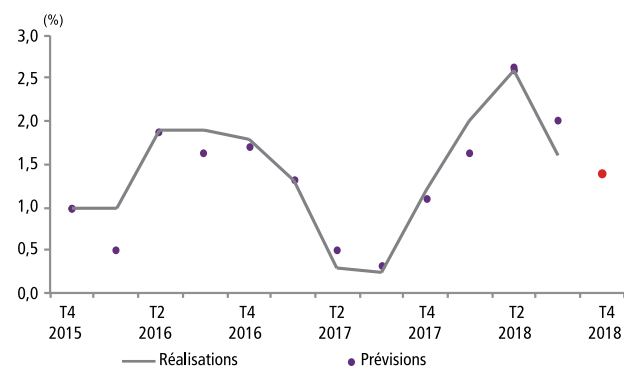
Durant le quatrième trimestre 2018, la décélération de l'inflation devrait se poursuivre à 1,4% sous l'effet principalement de la poursuite de la baisse du rythme de progression des prix des produits alimentaires

volatils. Ces derniers devraient reculer de 0,6% après avoir augmenté de 0,8% au troisième trimestre, traduisant essentiellement l'effet de base lié au niveau élevé enregistré durant la même période de l'année précédente.

Dans le même sens, le rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants ralentirait à 4,8% après 9,5% un trimestre auparavant. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés devraient rester inchangés en l'absence de nouvelles décisions réglementaires.

L'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale de l'inflation, devrait osciller autour de 1,2% au cours du prochain trimestre.

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

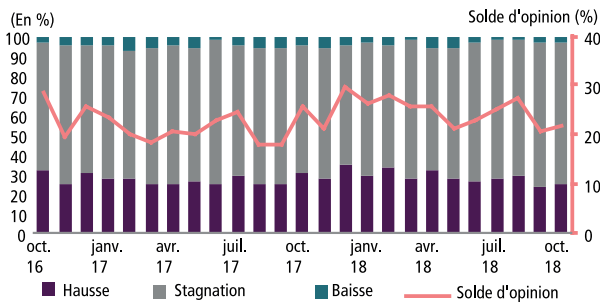


Source : BAM.

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie conduite au mois d'octobre 2018, indiquent que 71% des industriels enquêtés tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 25% anticipent une hausse de l'inflation et 4% prévoient une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 22%.

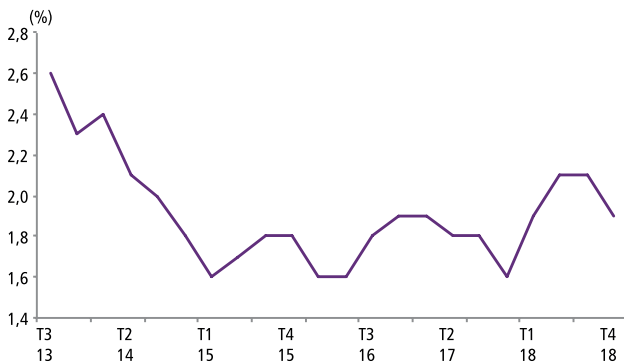
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au quatrième trimestre 2018 indiquent que les experts financiers anticipent une inflation de 1,9% sur l'horizon des huit prochains trimestres. Ces derniers, considèrent que l'évolution des prix à la pompe et des cours mondiaux des matières premières hors pétrole ainsi que l'orientation de la politique monétaire devraient influencer significativement la tendance future de l'inflation.

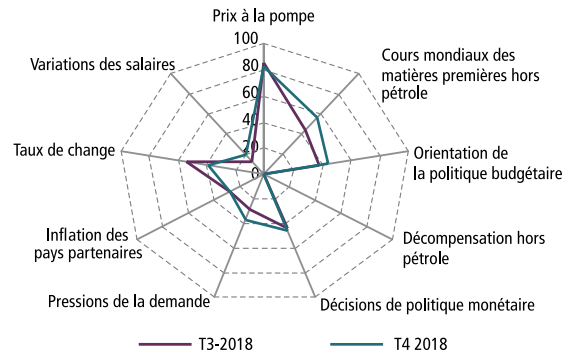
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier*



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

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

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

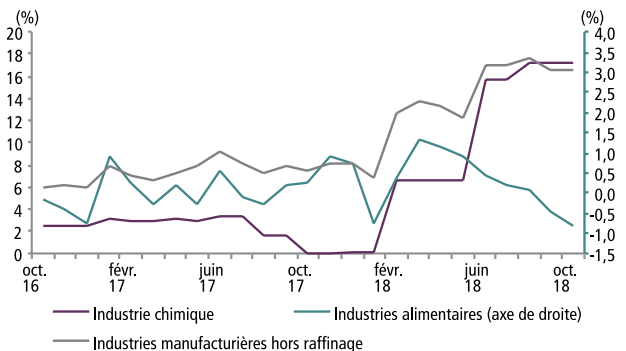


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage ont enregistré une quasi-stagnation de leur rythme de progression en passant de 3,2% au troisième à 3,1% en octobre. Ces derniers se sont inscrits dans une tendance haussière depuis le début de l'année atteignant 1,5% au premier trimestre et 2,4% au deuxième trimestre. Cette évolution recouvre la poursuite, depuis le début de l'année, de la hausse des prix à la production de l'industrie chimique à 17,2% après 16,7% au troisième trimestre d'une part, et le prolongement du repli des prix à la production des industries alimentaires à 0,8% après 0,1% d'autre part.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

L'économie mondiale demeure globalement solide, mais devrait connaître une décélération de son rythme de croissance à moyen terme, sur fond d'accentuation des risques commerciaux, géopolitiques et financiers.

Dans les pays avancés, la croissance aux Etats-Unis décélérerait à moyen terme, sous l'effet notamment de la dissipation des effets des mesures fiscales et de la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED. Dans la zone euro, l'activité devrait ralentir, impactée essentiellement par les turbulences politiques et l'incertitude liée au futur des relations avec le Royaume-Uni. Dans les économies émergentes, la décélération de la croissance en Chine, sous l'effet de la politique de rééquilibrage de son économie, devrait se poursuivre, à un rythme toutefois limité à la faveur de l'orientation accommodante des politiques monétaire et budgétaire. En Inde, bien qu'en modération par rapport à 2018, la croissance resterait soutenue, portée par une demande intérieure vigoureuse.

Sur les marchés des matières premières, les cours mondiaux du pétrole connaîtraient une baisse à moyen terme, en lien notamment avec la décélération de l'activité mondiale. Pour leur part, après un recul prévu en 2018, les prix des produits alimentaires devraient s'accroître progressivement.

Dans ces conditions, l'inflation aux Etats-Unis devrait se situer à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED, tirée particulièrement par la consolidation de la demande intérieure. En revanche, dans la zone euro, elle resterait modérée.

Au niveau national, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 4,4% du PIB contre 3,6% en 2017, en lien essentiellement avec l'alourdissement de la facture énergétique. A moyen terme, il devrait revenir à 3,7% du PIB en 2019 et à 3,2% en 2020, reflétant notamment la baisse des importations énergétiques et l'accélération des ventes de la construction automobile. S'agissant des IDE, ils devraient terminer l'année sur un montant équivalent à 4,1% du PIB et se situer à 3,4% du PIB sur le reste de l'horizon de prévision.

Sous l'hypothèse d'entrées de dons en provenance des partenaires du CCG de 4,8 milliards de dirhams en 2018 et de 2 milliards en 2019, les réserves internationales nettes devraient se situer à 230,4 milliards de dirhams à fin décembre avant d'atteindre 239 milliards en 2019 et revenir à 235,7 en 2020. Leur couverture se situerait à un peu plus de 5 mois d'importations sur l'horizon de prévision.

S'agissant des conditions monétaires, malgré un léger resserrement, elles resteraient globalement appropriées. En particulier, après une stabilité prévue en 2018, le taux de change effectif réel (TCER) devrait s'apprécier en 2019 avant d'enregistrer une légère dépréciation en 2020. Pour sa part, la progression du crédit au secteur non financier devrait rester modérée, avec des taux prévus à 3,5% en 2018 et à 3,3% en 2019, avant de s'améliorer à 4,3% en 2020.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire ressortirait à 3,7% du PIB en 2018. En 2019, il s'établirait à 3,8% du PIB, tenant compte des données du Projet de la Loi de Finances de 2019 (PLF 2019), avant de revenir à 3,6% en 2020, sous l'effet principalement des efforts de mobilisation des ressources.

La croissance nationale devrait ralentir de 4,1% en 2017 à 3,3% en 2018, recouvrant une décélération de 15,4% à 4,6% de la hausse de la valeur ajoutée agricole et une relative amélioration de 2,7% à 3,1% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, cette évolution recouvre un recul de la contribution positive de la demande intérieure et une contribution négative des exportations nettes. A moyen terme, la croissance devrait continuer à être rythmée par les conditions climatiques. Elle devrait ralentir à 3,1% en 2019 avant de se redresser à 3,6% en 2020, sous l'effet d'un retour à des campagnes agricoles normales, alors que les activités non agricoles poursuivraient leur lente reprise, avec des progressions de leur valeur ajoutée prévues à 3,5% puis à 3,8%. Du côté de la demande, sa composante intérieure devrait connaître une nette amélioration en 2020, après une décélération prévue en 2019, tandis que les exportations nettes maintiendraient une contribution négative à la croissance sur les deux années.

Dans ce contexte, l'inflation devrait s'accélérer de 0,7% en 2017 à 2% en 2018, traduisant une nette hausse des prix des produits réglementés et de ceux des produits alimentaires à prix volatils, avant de revenir à 1% en 2019 et à 1,2% en 2020. Sa tendance fondamentale devrait, toutefois, décélérer à 1,1% en 2018 puis à 1% en 2019, en lien avec le ralentissement prévu de la demande domestique et l'appréciation du TCER. En 2020, elle devrait s'accélérer à 1,6%, reflet en particulier de la résorption progressive du cycle négatif de la demande intérieure.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

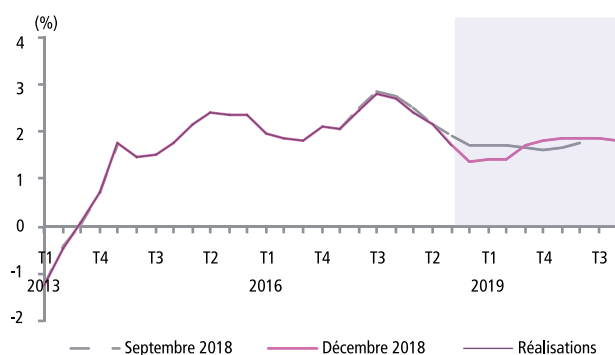
Ralentissement prévu de la croissance mondiale, dans un contexte de persistance des risques baissiers

L'économie mondiale demeure globalement solide, mais devrait connaître un affaiblissement de son rythme de croissance à moyen terme. Des incertitudes de plus en plus fortes planent sur ses perspectives, en lien essentiellement avec la montée du protectionnisme, les tensions politiques et géopolitiques, les négociations du Brexit et le durcissement des conditions financières pour les économies émergentes, en particulier celles à position extérieure vulnérable.

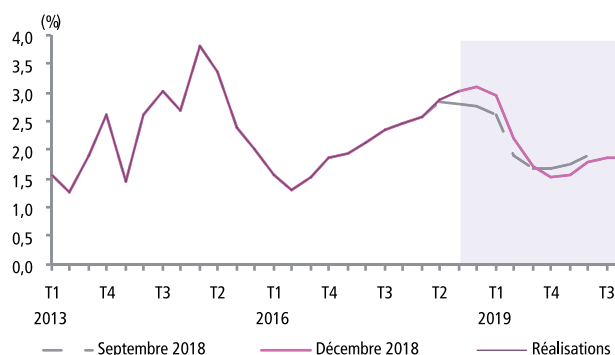
Aux Etats-Unis, après s'être établie à 2,2% en 2017, la croissance s'accélérait à 2,9% en 2018, bénéficiant des mesures fiscales mises en place. Avec la dissipation des effets de ces mesures et la poursuite de la normalisation de la politique de la FED, elle connaîtrait une décélération à 2,1% en 2019 et à 1,8% en 2020. En parallèle, la vigueur du marché du travail devrait se poursuivre, avec des taux de chômage bas. Dans la zone euro, l'économie perdrait de son élan, avec un fléchissement de la croissance de 2,5% en 2017 à 1,9% en 2018 puis à 1,7% en moyenne entre 2019 et 2020. Parallèlement, les conditions sur le marché du travail devraient rester favorables, avec une baisse du taux de chômage à environ 8% au terme de l'horizon de prévision.

Au niveau des principaux pays émergents, la décélération de la croissance en Chine, sous l'effet de la politique de rééquilibrage de son économie, devrait se poursuivre, à un rythme toutefois contenu à la faveur de l'orientation accommodante des politiques monétaire et budgétaire. En Inde, bien qu'en modération par rapport à 2018, la croissance resterait soutenue particulièrement par une demande intérieure vigoureuse.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : prévisions GPMN¹, novembre 2018.

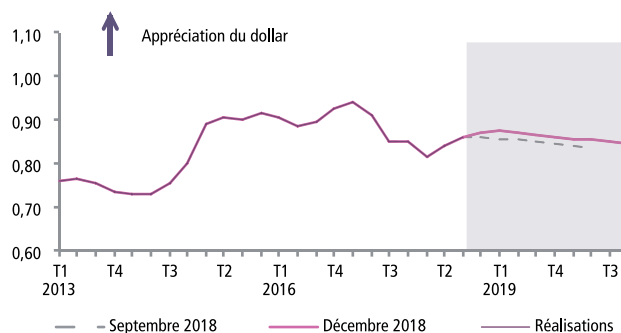
Remontée du dollar face à l'euro à court terme

L'euro devrait maintenir à court terme sa tendance baissière face au dollar entamée en avril 2018, impacté, d'une part, par la modération des perspectives de croissance et l'instabilité politique dans la zone euro et d'autre part, par la poursuite de la hausse des taux de la FED et la montée de l'aversion au risque en lien avec l'escalade des tensions commerciales. Il ressortirait à 1,15 dollar en moyenne en 2019, après 1,18 dollar en 2018, avant de se renforcer légèrement en 2020.

¹ Global Projection Model Network.

Parallèlement, et bien qu'à des rythmes différenciés, les banques centrales des principaux pays avancés poursuivraient la normalisation de leurs politiques monétaires. En particulier, la BCE a réitéré que les taux resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et a confirmé que les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs cesseront en décembre 2018. Quant à la FED, elle poursuivrait l'augmentation graduelle des taux des fonds fédéraux et la réduction de son bilan.

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD

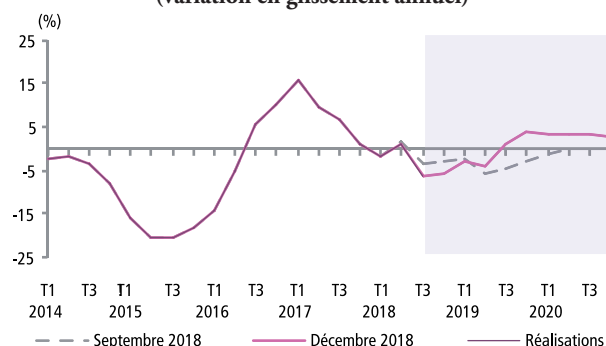


Source : prévisions GPMN, novembre 2018.

Baisse à moyen terme des cours des produits énergétiques

Reflétant en partie les craintes de perturbations de l'offre au niveau mondial, les cours des produits énergétiques ont connu une forte volatilité en 2018. En particulier, après avoir atteint au début d'octobre son plus haut niveau depuis 2014, le cours du Brent s'est inscrit sur une tendance baissière et devrait finir l'année sur une moyenne de 72,2 \$/bl. Avec principalement la décélération de l'activité mondiale, le prix du Brent devrait baisser à 65,7 \$/bl en 2019 puis à 63,9 \$/bl en 2020. Par ailleurs, face à une forte demande, les cours du DAP et du TSP ont sensiblement augmenté et termineraient l'année avec des niveaux proches de ceux actuellement observés, en accroissement de 23,8% et de 20% respectivement par rapport à 2017. Leur rythme de progression devrait nettement ralentir à moyen terme, de nouvelles capacités de production étant prévues notamment au Maroc et en Arabie Saoudite. Pour leur part, les prix mondiaux des produits alimentaires enregistreraient un recul de 3,2% en 2018, après une hausse de 8,1% en 2017, avant de s'inscrire en hausse graduelle à moyen terme.

Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro passerait de 1,5% en 2017 à 1,8% en 2018, tirée en partie par le renchérissement des produits énergétiques. Elle reviendrait à 1,5% en 2019 et à 1,4% en 2020, s'éloignant ainsi de l'objectif de la BCE. Aux Etats-Unis, supportée par l'amélioration de la demande domestique et la remontée des cours des produits énergétiques, l'inflation devrait s'accélérer de 2,1% en 2017 à 2,5% en 2018. Elle resterait proche de l'objectif de la FED à moyen terme, s'établissant à 2,2% en 2019 et à 2,4% en 2020.

Graphique 7.4 : Prix du Brent**Graphique 7.5 : Indice des prix des produits alimentaires (variation en glissement annuel)****Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro****Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis**

Source: prévisions GPMN, novembre 2018.

Une production céréalière de 103 millions de quintaux en 2018 et campagnes normales attendues en 2019 et en 2020

Au niveau national, la production céréalière au titre de la campagne agricole 2017-2018 s'est établie à 103 millions de quintaux (MQx), contre 95,6 MQx lors de la campagne précédente. Pour les autres cultures, les dernières données disponibles indiquent notamment une baisse de 3,7% de la production des agrumes et des hausses de 3,6% pour les cultures sucrières, de 1,5% pour les primeurs et de 50,3% pour les oliviers. S'agissant de l'élevage, les progressions sont de 13% pour la production de la viande blanche et de 7% pour celle de la viande rouge.

A moyen terme, et sur la base de la performance enregistrée au cours des dix dernières années, l'hypothèse d'une campagne céréalière normale correspond à une production de 80 MQx, au lieu de 70 MQx.

Persistance du niveau du déficit budgétaire au-dessus de 3% du PIB à moyen terme

L'actualisation des projections budgétaires élaborées en septembre a fait ressortir une prévision du déficit inchangée à 3,7% du PIB en 2018.

Pour l'année 2019, les prévisions budgétaires ont été ajustées pour tenir compte des données du PLF 2019. Ainsi le déficit budgétaire a été révisé à la hausse à 3,8% du PIB contre 3,3% retenu en septembre, tenant compte d'une programmation des dépenses de fonctionnement plus importante que prévu. De même, la charge de compensation devrait augmenter sous l'effet des nouvelles hypothèses relatives aux cours du pétrole et de change. Ces projections incorporent également les nouvelles prévisions de BAM de la croissance économique.

Pour 2020, le déficit devrait connaître un allègement à 3,6% du PIB, soutenu par un effort continu de mobilisation des recettes.

7.2 Projections macroéconomiques

Creusement du déficit du compte courant en 2018 et allègement à moyen terme

Le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 4,4% du PIB contre 3,6% en 2017, en lien essentiellement avec l'alourdissement de la facture énergétique. A moyen terme, il devrait revenir à 3,7% du PIB en 2019 et à 3,2% en 2020, reflétant notamment la baisse des importations énergétiques et l'accélération du rythme d'accroissement des ventes de la construction automobile.

En 2018, la dynamique des exportations de biens devrait se poursuivre avec une hausse de 9,6%, liée principalement à une accélération du rythme de progression des ventes du secteur automobile et, dans une moindre mesure, une augmentation de celles des phosphates et dérivés. En parallèle, les importations s'accroîtraient de 8,5%, après 6,7% en 2017, sous l'effet particulièrement de l'alourdissement de la facture énergétique et de l'accroissement des acquisitions de biens d'équipement. S'agissant des recettes de voyage et des transferts des MRE, ils devraient terminer l'année avec des baisses respectives de 1,3% et de 1,8%.

A moyen terme, les exportations devraient maintenir un rythme modéré, en relation principalement avec la hausse prévue des ventes de la construction automobile. La croissance des importations devrait, pour sa part, ralentir, avec notamment une baisse de la facture énergétique. Quant aux recettes de voyage et aux transferts des MRE, leur progression devrait osciller autour de 4% sur l'horizon de prévision.

S'agissant des dons en provenance des pays du CCG, ils devraient atteindre 4,8 milliards de dirhams en 2018 et 2 milliards en 2019. Quant aux IDE, ils devraient terminer l'année sur un montant équivalent à 4,1% du PIB et se situer à 3,4% du PIB sur le reste de l'horizon de prévision.

Dans ces conditions, les RIN devraient se situer à 230,4 milliards de dirhams à fin décembre avant d'atteindre 239 milliards en 2019 et revenir à 235,7 en 2020. Leur couverture en mois d'importations se situerait à 5 mois et 3 jours à fin décembre, à 5 mois et 2 jours en 2019 puis à 5 mois à l'horizon de 2020.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019
Exportations de biens*	5,7	0,3	8,3	8,6	3,5	10,3	9,6	6,6	7,8	1,4	-0,1
Importations de biens*	8,2	-0,8	2,0	-4,9	10,3	6,7	8,5	2,5	3,5	1,2	-0,9
Recettes de voyage	-1,8	-0,4	7,7	-1,4	5,0	12,3	-1,3	3,6	4,0	-1,8	-0,4
Transferts des MRE	0,6	-1,5	-0,8	4,8	4,0	5,3	-1,8	4,0	4,4	-2,8	-0,1
Solde du compte courant (en % PIB)	-9,5	-7,7	-6,0	-2,1	-4,2	-3,6	-4,4	-3,7	-3,2	-0,4	0,0
Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services	4,0	4,2	5,4	6,0	6,2	5,5	5,1	5,1	5,0	-0,2	-0,5

* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires globalement appropriées et poursuite de la modération du rythme du crédit bancaire au secteur non financier

Le taux de change effectif réel devrait se stabiliser en 2018, reflétant une quasi-stagnation de son niveau en termes nominaux et une hausse de l'inflation domestique à un taux proche de celui des partenaires et concurrents. La prévision de sa progression a été ajustée à la hausse, tenant compte principalement d'une dépréciation plus importante que prévu des monnaies de certaines économies émergentes. Il devrait s'apprécier en 2019, l'écart d'inflation en faveur du Maroc ne devant que partiellement contrebalancer l'appréciation attendue du dirham face principalement à l'euro et aux devises de certains pays émergents. En 2020, et sous l'hypothèse notamment d'une appréciation de l'euro, le TCER connaîtrait une légère dépréciation.

Compte tenu des prévisions des réserves internationales nettes et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait se creuser à 69,7 milliards de dirhams à fin 2018, à 72,1 milliards au terme de 2019 et à 86,2 milliards à fin 2020. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il devrait progresser de 3,5% en 2018, de 3,3% en 2019 et de 4,3% en 2020. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la croissance de l'agrégat M3 devrait décélérer à 3,4% en 2018 avant de s'accélérer à 3,9% en 2019 puis revenir à 3,6% en 2020.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019
Crédit bancaire au secteur non financier	3,8	0,3	3,9	3,8	3,5	3,3	4,3	-0,5	-1,2
M3	6,2	5,7	4,7	5,5	3,4	3,9	3,6	-0,3	-0,9
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-40,6	-16,5	-14,7	-40,9	-69,7	-72,1	-86,2	-12,8	-15,7

Poursuite d'une reprise lente des activités non agricoles

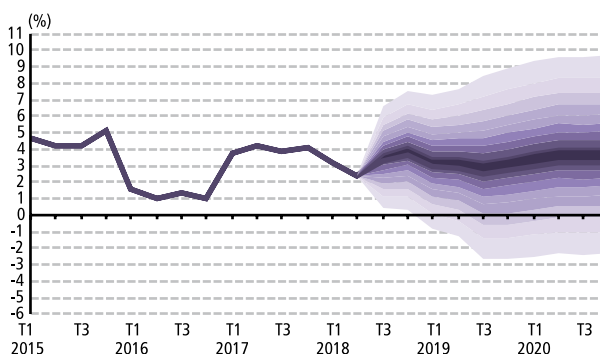
Tirant profit d'une bonne campagne agricole pour la deuxième année consécutive, la croissance nationale devrait se situer à 3,3% en 2018 après 4,1% en 2017. Cette évolution recouvre une décélération de 15,4% à 4,6% de la progression de la valeur ajoutée agricole et une poursuite de l'amélioration des activités non agricoles, dont la croissance passerait de 2,7% à 3,1%. Ces prévisions ont été ajustées à la baisse comparativement à l'exercice de

septembre. En effet, les réalisations de la valeur ajoutée agricole sont ressorties moins importantes que prévu. En outre, les données au titre du premier semestre et les indicateurs à haute fréquence laissent indiquer une reprise plus lente des activités hors agriculture.

Du côté de la demande, le ralentissement de la croissance se traduirait par un recul de la contribution positive de sa composante intérieure, essentiellement celles de la consommation des ménages et de l'investissement. Pour sa part, la contribution des exportations nettes ressortirait négative, la modération du rythme d'accroissement des exportations, après une hausse notable en 2017, devant plus que contrebalancer la décélération prévue des importations.

La croissance devrait ralentir à 3,1% en 2019 avant de s'accélérer à 3,6% en 2020. La valeur ajoutée agricole baisserait de 0,8% en 2019 et enregistrerait un accroissement de 3,3% en 2020, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles normales, tandis que les activités non agricoles continueraient de s'améliorer avec une croissance de leur valeur ajoutée de 3,5% et de 3,8% respectivement. Du côté de la demande, rythmée par l'évolution des revenus agricoles, la consommation des ménages devrait légèrement s'affaiblir en 2019 avant de se raffermir en 2020. De même, l'investissement devrait s'améliorer progressivement sur l'horizon de prévision. En revanche, le rythme de progression de la consommation des administrations publiques s'accélérait en 2019, comme le laisse indiquer la hausse programmée dans le PLF 2019 des dépenses de fonctionnement, avant de décélérer légèrement en 2020. Parallèlement, les exportations nettes maintiendraient une contribution négative à la croissance à moyen terme. Le rythme de progression des exportations ralentirait en 2019 avant de se consolider en 2020. Pour leur part, les importations devraient connaître un ralentissement en 2019, reflétant l'affaiblissement attendu de la demande intérieure, avant de regagner en dynamisme en 2020.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2018 - T4 2020), en glissement annuel *



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

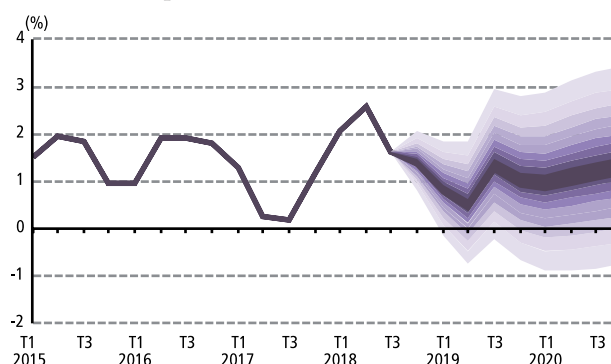
	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019
Croissance nationale	2,7	4,5	1,1	4,1	3,3	3,1	3,6	-0,2	0,0
VA agricole	-2,2	11,9	-13,7	15,4	4,6	-0,8	3,3	-0,5	0,8
VA non agricole	2,7	1,8	2,2	2,7	3,1	3,5	3,8	-0,2	-0,2
Impôts sur les produits nets des subventions	9,7	18,1	8,8	2,8	2,9	2,8	3,0	-0,9	-1,1

Sources: données du HCP et prévisions BAM.

Niveaux modérés de l'inflation à moyen terme, après une accélération prévue en 2018

Après 0,7% en 2017, l'inflation devrait s'accélérer à 2% en 2018, un taux quasiment inchangé comparativement aux projections de septembre. Cette évolution résulte d'une nette hausse des prix de certains produits exclus de la composante sous-jacente, laquelle devrait connaître une décélération de 1,3% à 1,1%, en ligne particulièrement avec l'affaiblissement prévue de la demande intérieure. Par composante, les prix des produits réglementés afficheraient un net accroissement, traduisant le relèvement de la TIC sur les tabacs bruns et des droits de timbres. De même, après une baisse une année auparavant, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient rebondir, reflet d'une offre limitée de certains produits au cours de la première moitié de l'année. Pour sa part, l'augmentation des prix des carburants et lubrifiants devrait se poursuivre, quoiqu'en décélération par rapport à 2017, en ligne avec les réalisations sur les dix premiers mois de l'année.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2018 - T4 2020)*



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

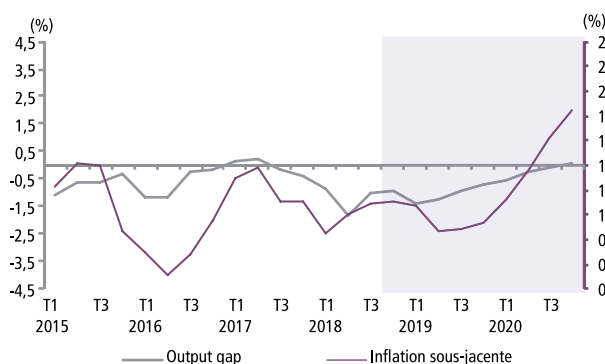
Tableau 7.4 : Inflation

	Réalizations				Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Horizon de 8 trimestres	2018	2019
Inflation	0,4	1,6	1,6	0,7	2,0	1,0	1,2	1,1	-0,1	-0,2
Inflation sous-jacente	1,2	1,4	0,8	1,3	1,1	1,0	1,6	1,2	0,1	-0,1

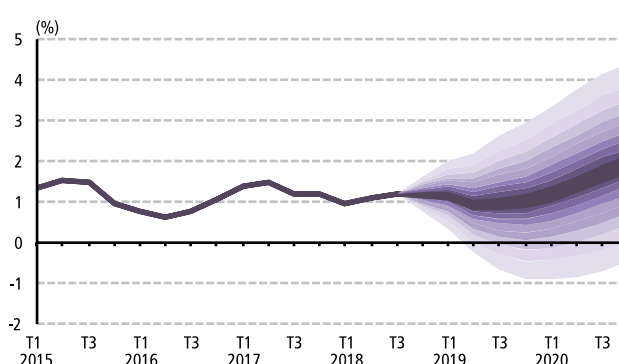
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

A moyen terme, l'inflation devrait se modérer à 1,1% en moyenne entre 2019 et 2020, reflétant une dissipation de la hausse des prix des produits alimentaires et une baisse de ceux des carburants et lubrifiants, compte tenu des évolutions prévues des cours mondiaux du pétrole et du taux de change. De même, quoiqu'en décélération, les prix des produits réglementés devraient connaître une hausse, reflétant essentiellement l'impact des mesures programmées dans le PLF 2019. Quant à sa composante sous-jacente, elle devrait maintenir un niveau modéré en 2019, en lien principalement avec le ralentissement prévu de la demande domestique et l'appréciation du TCER. En 2020, elle devrait s'accélérer graduellement pour atteindre 1,6%, reflet en particulier de la résorption progressive du cycle négatif de la demande intérieure.

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 (T4 2018 - T4 2020)*



* 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

Cet exercice intervient dans un contexte marqué par de nombreux risques qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

En particulier, la prévision des RIN reste tributaire notamment de la concrétisation des entrées de dons du CCG et des sorties du Trésor à l'international. Pour sa part, celle du déficit budgétaire dépendrait de l'issue du dialogue social entamé depuis plusieurs mois, lequel pourrait impacter, par là même, les trajectoires de l'inflation et de la croissance. Ces dernières sont également et essentiellement dépendantes de l'évolution des cours du pétrole et de l'activité chez les principaux pays partenaires, elle-même entourée de plusieurs incertitudes liées notamment à la montée du protectionnisme, aux tensions politiques et géopolitiques, aux modalités toujours incertaines du Brexit et à l'accentuation des pressions sur les marchés financiers émergents.

Enfin, un écart important par rapport à l'hypothèse centrale de la production agricole pourrait affecter la croissance et, dans une moindre mesure, les autres variables projetées.

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
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 Golf
CCG	: Conseil de la 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
DAP	: Phosphate Diammonique
DJ	: Dow Jones
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
EUROSTOXX	: Principal indice boursier européen
EUR	: EURO
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social
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
HCP	: Haut-Commissariat au Plan
ICM	: Indice de Confiance des Ménages
GPM	: Global Projection Model (Modèle de projection de l'économie mondiale)
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
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
UE	: Union Européenne
USD	: Dollar Américain
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
VA	: Valeur ajoutée

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	16
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	17
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	17
Graphique E.1.1.1	: Perspectives de croissance et des finances publiques selon la CE et le Gouvernement italien	18
Graphique E.1.1.2	: Ecart entre les taux de rendement obligataire à 10 ans italien et allemand.....	18
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	19
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	19
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	19

Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent en dollars	20
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	21
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile à fin novembre.....	24
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	24
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	25
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	26
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	27
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	27
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)	28
Graphique 3.6	: Ecart monétaire	29
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	29
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	30
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	30
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	31
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2018	31
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	32
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	32
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	35
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	35
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	36
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement, cumul de janvier à octobre	36
Graphique 4.5	: Solde budgétaire, cumul de janvier à octobre	36
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement, cumul de janvier à octobre	37
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	37
Graphique 5.1	: Dépenses de la consommation finale nationale	39
Graphique 5.2	: PIB par composante	40
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	40
Graphique 5.4	: Créations d'emplois par secteur	41
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	41
Graphique 5.6	: SMIG horaire	41
Graphique 5.7	: Output-gap global	42
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	43
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	44
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	44
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables en glissement annuel	44
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	45
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	45
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises	46
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	46
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	46
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	46
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	49
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	49
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	50

Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	51
Graphique 7.5	: Indice des prix des produits alimentaires	51
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	51
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	51
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2018 - T4 2020)	54
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2018 - T4 2020).....	55
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	56
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2018 - T4 2020).....	56

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	15
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage	16
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	21
Tableau 2.1	: Evolution des exportations	23
Tableau 2.2	: Evolution des importations	24
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	26
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs	27
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	27
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	34
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	35
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.....	42
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	43
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	53
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	53
Tableau 7.3	: Croissance économique	55
Tableau 7.4	: Inflation.....	55

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1	: Le désaccord autour du budget italien de 2019.....	17
Encadré 1.2	: L'impact des tensions commerciales sur les matières premières.....	22