



1959 - 2019

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 53 / 2019

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 17 DÉCEMBRE 2019

Dépôt légal : 2019/0033

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 de presse	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	19
2. Comptes extérieurs	21
2.1 Balance commerciale	21
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	23
2.3 Compte financier	23
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	25
3.1 Conditions monétaires	25
3.2 Prix des actifs	29
4. Orientation de la politique budgétaire	32
4.1 Recettes ordinaires	32
4.2 Dépenses	33
4.3 Déficit et financement du Trésor	34
5. Demande, offre et marché du travail	37
5.1 Demande intérieure	37
5.2 Demande extérieure	38
5.3 Offre globale	38
5.4 Marché du travail et capacités de production	39
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	41
6.1 Evolution de l'inflation	41
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	43
6.3 Anticipations de l'inflation	44
6.4 Prix à la production	44
7. Perspectives à moyen terme	45
Synthèse	45
7.1 Hypothèses sous-jacentes	47
7.2 Projections macroéconomiques	50
7.3 Balance des risques	54
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	55
LISTE DES GRAPHIQUES	56
LISTE DES TABLEAUX	58

PRÉAMBULE

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

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 17 décembre sa dernière session trimestrielle au titre de l'année 2019.
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 prévisions à moyen terme de l'inflation, de la croissance, des comptes extérieurs, des conditions monétaires et des finances publiques, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 2,25% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé. Le Conseil a par ailleurs approuvé les mesures spécifiques devant être mises en place par la Banque dans le cadre du programme d'appui à l'entrepreneuriat.
4. Le Conseil a noté qu'après s'être établie à 1,9% en 2018, l'inflation a connu une forte décélération au cours des dix premiers mois de 2019, en lien principalement avec le recul des prix des produits alimentaires. Elle devrait terminer l'année avec une moyenne de 0,3%, mais s'accélérait à 1,1% en 2020 et à 1,4% en 2021. Sa composante sous-jacente, qui mesure la tendance fondamentale des prix, ralentirait à 0,6% cette année et augmenterait à 1,3% en 2020 puis à 1,9% en 2021, sous l'effet conjugué de l'amélioration prévue de la demande intérieure et de la dissipation attendue de l'appréciation du taux de change effectif réel.
5. Sur le plan international, la persistance des différends commerciaux et des tensions politiques et géopolitiques continue de peser sur l'économie mondiale. Celle-ci devrait ainsi enregistrer cette année sa croissance la plus faible depuis 2009, avant de s'inscrire en légère amélioration à partir de 2020. Dans les principaux pays avancés, la croissance décélèrerait aux Etats-Unis à 2,3% en 2019 puis à 1,7% en 2020, avant de se raffermir à 2,3% en 2021 soutenue par des conditions monétaires accommodantes. Dans la zone euro, elle connaîtrait une modération à 1,2% en 2019 et reprendrait progressivement pour avoisiner 1,4% en 2020 et 1,8% en 2021, bénéficiant de la reprise prévue de la demande extérieure et des conditions de financement favorables. Sur le marché du travail, le chômage continuerait d'évoluer à des niveaux faibles aux Etats-Unis et de reculer dans la zone euro. Dans les principales économies émergentes, impactée par l'affaiblissement de la demande intérieure et les tensions commerciales, la croissance marquerait un net ralentissement en Chine à 6,1% en 2019 et resterait proche de ce niveau au cours des deux prochaines années. De même, en Inde, pâtissant notamment des difficultés du secteur financier non bancaire et des incertitudes en matière de réglementation régissant les entreprises, le rythme de l'activité économique baisserait à 5,3% cette année avant de s'accélérer pour se situer au-dessus de 7% et ce, à la faveur des mesures budgétaires et monétaires mises en place.

6. Sur les marchés des matières premières, l'évolution des prix du pétrole reste principalement orientée par les inquiétudes liées à l'affaiblissement de la demande mondiale. Le cours du Brent en particulier devrait terminer l'année avec un repli de 10,4% à 63,7 USD le baril en moyenne et évoluerait légèrement au-dessus de 60 USD au cours des deux années à venir. Pour le phosphate et dérivés, le prix du brut a enregistré une hausse de 2,9% à 89,4 USD la tonne en moyenne au cours des onze premiers mois de l'année. Les cours des dérivés, en revanche, ont été en baisse, se situant à 312,6 USD la tonne pour le DAP et à 299,3 USD la tonne pour le TSP, soit des reculs respectifs de 20,6% et 13,2%. Pour les deux prochaines années, de légères augmentations sont prévues, en lien avec la reprise modérée attendue de la demande et la réduction de l'offre, notamment de la Chine.
7. Dans ces conditions, les pressions inflationnistes se sont globalement affaiblies. L'inflation ralentirait dans la zone euro de 1,8% en 2018 à 1,2% en 2019 et resterait en moyenne annuelle en dessous de l'objectif de la BCE au cours des deux prochaines années. Aux Etats-Unis, elle décélérerait cette année, revenant à 1,8% après 2,4%, avant de se rapprocher de l'objectif de la FED à moyen terme.
8. En ce qui concerne les dernières décisions de politique monétaire des banques centrales des principales économies avancées, la FED a décidé lors de sa réunion des 10 et 11 du mois courant de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [1,5%-1,75%]. La BCE, pour sa part, a gardé, lors de sa réunion du 12 de ce mois, ses taux d'intérêt directeurs inchangés. Elle a également indiqué qu'elle prévoit poursuivre son programme d'achats d'actifs repris en début du mois dernier aussi longtemps que nécessaire, et a rappelé qu'elle continuera de réinvestir la totalité des remboursements du principal des titres arrivant à échéance et acquis dans le cadre de ce programme pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux.
9. Sur le plan national, les données relatives au deuxième trimestre 2019 indiquent un léger ralentissement, en glissement annuel, de la croissance économique à 2,5%, traduisant une baisse de la valeur ajoutée agricole et une croissance modérée, quoiqu'en amélioration, des secteurs non agricoles. Pour l'ensemble de l'année 2019, la croissance devrait s'établir, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, à 2,6% après 3% en 2018, avec un recul de 4%, contre une hausse de la même ampleur un an auparavant, de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3,3% après 2,6% de celle des activités non agricoles. Ces dernières continueraient leur raffermissement à moyen terme, avec une croissance de 3,5% en 2020 et de 3,7% en 2021. Pour le secteur agricole, et sous les hypothèses de récoltes céréalières annuelles de 80 millions de quintaux et de la poursuite de la performance tendancielle des autres productions, la valeur ajoutée augmenterait de 6,2% en 2020 et de 3% en 2021. Au total, Bank Al-Maghrib table sur une accélération de la croissance à 3,8% en 2020 et sur sa consolidation à 3,7% en 2021.
10. Sur le marché du travail, l'économie nationale a enregistré une création nette de 143 mille emplois entre les troisièmes trimestres de 2018 et de 2019 contre 201 mille un an auparavant. Cette performance est le résultat d'une hausse de 347 mille de l'emploi non agricole, concentrée dans le tertiaire, qui a plus que compensé la perte de 204 mille observée dans l'agriculture. Tenant compte d'une entrée nette sur le marché de 168 mille actifs, le taux d'activité s'est quasiment stabilisé à 44,9% et le taux de chômage est passé de 9,3% à 9,4%.

11. Au niveau des comptes extérieurs, les données à fin octobre montrent un ralentissement du rythme des exportations de biens à 3,1%, reflétant en grande partie celui des ventes du secteur automobile et des phosphates et dérivés. En parallèle, la progression des importations est revenue à 3,1%, avec en particulier une diminution de 6,6% de la facture énergétique. Pour les principales autres opérations courantes, les recettes de voyage se sont accrues de 6,1%, tandis que les transferts des MRE ont accusé un léger recul de 0,6%. Tenant compte de ces évolutions et sous l'hypothèse d'une rentrée de dons des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019, le déficit du compte courant s'allégerait à 4,6% du PIB, après avoir atteint 5,5% en 2018. A moyen terme, il poursuivrait son atténuation, revenant à 3,7% du PIB en 2020 et à 2,9% en 2021. Les exportations gagneraient en dynamisme, portées notamment par les ventes du secteur automobile, eu égard au plan de production annoncé de l'usine PSA, et les importations connaîtraient une accélération, avec l'atténuation prévue de la baisse de la facture énergétique en 2020 puis sa hausse en 2021. La hausse des recettes de voyage devrait se consolider et les transferts des MRE s'inscriraient en reprise graduelle. Pour ce qui est des opérations financières, les entrées annuelles d'IDE continueraient d'avoisiner l'équivalent de 3,4% du PIB. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'une nouvelle émission du Trésor sur le marché international après celle de novembre dernier et de rentrées de dons du CCG d'un montant de 1,8 milliard de dirhams en 2020, les réserves internationales nettes se situeraient à 240,7 milliards de dirhams à fin 2019 et se renforceraient progressivement pour atteindre 242,7 milliards en 2020 puis 248,2 milliards au terme de 2021. Elles continueraient ainsi à assurer l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.
12. Concernant les conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait ressortir en appréciation de 1,2% cette année et resterait quasi-stable à moyen terme, en lien avec la modération prévue de l'appréciation nominale du dirham. S'agissant des taux débiteurs, après plusieurs baisses consécutives, ils ont connu une hausse de 11 points de base au troisième trimestre 2019, reflétant principalement celle des taux assortissant les prêts immobiliers. Dans ce contexte, le crédit bancaire au secteur non financier a continué de s'améliorer, tiré par celui destiné aux entreprises privées. Il devrait finir l'année en hausse de 4% et continuerait de se renforcer avec des progressions de 4,7% en 2020 et de 5% en 2021.
13. Au niveau des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin novembre s'est soldée par un déficit hors privatisation de 44 milliards de dirhams, en creusement de 2,9 milliards par rapport à la même période de 2018. Les dépenses globales ont augmenté de 4,7%, reflétant essentiellement un alourdissement de celles au titre des biens et services et de l'investissement. En regard, les recettes ordinaires hors privatisation ont progressé de 4,3%, résultat notamment d'une hausse de 2,5% des rentrées fiscales et de 28,2% de celles non fiscales, avec en particulier un encaissement d'un montant de 1,2 milliard de dirhams de dons du CCG. Dans ces conditions, et compte tenu de financements spécifiques, le déficit budgétaire hors privatisation se situerait à 4,1% du PIB en 2019 après 3,7% en 2018. A moyen terme, tenant compte des données de la loi de finances 2020 et sous l'hypothèse de la poursuite des efforts de mobilisation des recettes et de la maîtrise des dépenses, le processus de consolidation budgétaire reprendrait et le déficit hors privatisation avoisinerait 3,8% du PIB en 2020 et 3,5% en 2021.
14. Enfin, le Conseil a arrêté les dates de ses réunions pour l'année 2020 au 17 mars, 16 juin, 22 septembre et 15 décembre.

APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par les différends commerciaux et la persistance de fortes incertitudes politiques, l'économie mondiale s'est affaiblie au cours du troisième trimestre de cette année. La croissance a reculé d'un trimestre à l'autre aux Etats-Unis de 2,3% à 2,1%, reflétant principalement une décélération des dépenses publiques et une baisse des investissements non résidentiels. Dans la zone euro, elle est restée stable à 1,2%, recouvrant notamment une stagnation à 1,4% en France et à 2% en Espagne, ainsi qu'un raffermissement à 0,5% en Allemagne, lié notamment à l'augmentation des dépenses privées et publiques et à l'amélioration des investissements dans la construction. Au Royaume-Uni, elle a enregistré un nouveau ralentissement de 1,3% à 1%, en relation notamment avec le repli de la production industrielle et le ralentissement dans les services.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, le rythme de l'activité a décéléré en Chine à 6% au troisième trimestre après 6,2% un trimestre auparavant, pénalisé essentiellement par le conflit commercial avec les Etats-Unis et le recul de la demande mondiale. Pour les autres principales économies émergentes, la croissance s'est affaiblie pour le cinquième trimestre consécutif en Inde, avec un accroissement du PIB de 4,3% après 4,9%, en raison principalement de la baisse des exportations et du ralentissement de l'investissement. En revanche, la croissance s'est raffermie au Brésil, passant de 1,1% à 1,2%, favorisée par l'accroissement de la production des secteurs de l'industrie et des services. De même, elle s'est accélérée en Russie, passant de 0,9% à 1,7%, soutenue par une bonne performance des secteurs agricole, industriel et du commerce de gros.

Sur les marchés du travail des économies avancées, la situation reste favorable. Le taux de chômage a enregistré une légère baisse en novembre pour s'établir à 3,5% aux Etats-Unis avec la création de 266 mille emplois. Dans la zone euro, les données d'octobre indiquent une diminution à 7,5% en octobre.

Au niveau des marchés financiers, les indices boursiers tant des principales économies avancées qu'émergentes se sont inscrits en hausse, entre octobre et novembre, portés notamment par un regain d'optimisme sur l'issue des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine. Le Dow Jones s'est accru de 3,7%, l'EuroStoxx 50 de 3,9%, le NIKKEI 225 de 4,6% et le FTSE 100 de 1,5%. Pour ce qui est des rendements souverains, ils se sont orientés à la hausse pour les pays avancés. Le taux de rendement des bonds à 10 ans s'est accru à -0,3% pour l'Allemagne, à -0,1% pour la France, à 0,4% pour l'Espagne, à 1,2% pour l'Italie et à 1,8% pour les Etats-Unis. Pour les économies émergentes, ce taux a stagné à 6,2% pour le Brésil, a augmenté à 3,3% pour la Chine et a diminué à 6,5% pour l'Inde et à 12,2% pour la Turquie. Sur les marchés des changes, l'euro est resté inchangé contre le dollar américain à 1,11 dollar, alors qu'il s'est déprécié de 1,8% contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, leurs évolutions ont été marquées notamment par des appréciations face au dollar de 1% pour la lire turque et de 1,1% pour le yuan chinois. Pour le crédit bancaire, son rythme de progression annuelle s'est stabilisé, entre septembre et octobre, à 6,6% aux Etats-Unis et a légèrement augmenté dans la zone euro à 3,7%.

Au niveau des marchés des matières premières, les inquiétudes relatives à la demande mondiale ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur les prix du pétrole au moment où les tensions géopolitiques et les négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine entraînent une volatilité sur le marché. Le cours du

Brent, en particulier, s'est situé à 63,9 dollars le baril en moyenne sur les onze premiers mois de l'année, en baisse de 11,8% par rapport à la même période un an auparavant. Hors énergie, les prix ont été en baisse avec un recul de 5,6% pour les métaux et minerais et de 4,6% pour les produits agricoles. Pour les phosphates et dérivés, les cours ont augmenté de 2,9% pour se situer à 89,4 USD/t en moyenne pour le phosphate brut, alors qu'ils ont diminué de 20,6% à 312,6 USD/t pour le DAP et de 13,2% à 299,3 USD/t pour le TSP.

Dans ces conditions, l'inflation devrait, selon une première estimation, passer de 0,7% en octobre à 1% en novembre dans la zone euro et de 1,8% à 2,1% aux Etats-Unis.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire des banques centrales des principaux pays avancés, la FED a décidé lors sa réunion des 10 et 11 du mois courant de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [1,5%-1,75%]. Pour sa part, la BCE a maintenu lors de sa réunion du 12 de ce mois ses taux d'intérêt directeurs inchangés. Elle a également indiqué qu'elle prévoit poursuivre son programme d'achats d'actifs repris en début du mois dernier, aussi longtemps que nécessaire, et a rappelé qu'elle continuera de réinvestir la totalité des remboursements du principal des titres arrivant à échéance et acquis dans le cadre de ce programme pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux.

Au plan national, les données provisoires des comptes extérieurs à fin octobre 2019 indiquent un creusement du déficit commercial, par rapport à la même période de 2018, de 5,2 milliards de dirhams à 174 milliards de dirhams. Les importations ont progressé de 3,1%, tirées essentiellement par une augmentation de 9,4% des acquisitions de biens d'équipement et de 5% des demi produits et de 3,3% des achats de produits finis de consommation, alors que la facture énergétique s'est repliée de 6,6% à 63,6 milliards. S'agissant des exportations, elles se sont accrues de 3,1%, reflétant des hausses des ventes de 5,3% pour les produits agricoles et agro-alimentaires, de 3,3% pour le secteur automobile et de 0,9% pour les phosphates et dérivés. En parallèle, les recettes de voyage se sont accrues de 6,1% à 66,3 milliards alors que les transferts des MRE ont reculé de 0,6% à 55,1 milliards de dirhams.

Par ailleurs, le flux net des IDE a baissé de 16 milliards de dirhams pour s'établir à 15,4 milliards tandis que celui des investissements directs des marocains à l'étranger a progressé de 2,7 milliards pour atteindre 8,2 milliards. L'encours des réserves internationales nettes s'est établi à fin octobre 2019 à 231,5 milliards, soit l'équivalent de 4 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, le besoin en liquidité des banques s'est accentué au troisième trimestre à 86,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, tiré par l'augmentation de la monnaie fiduciaire. Bank Al-Maghrib a relevé en conséquence le volume de ses injections à 87,4 milliards. Concernant les taux débiteurs, les données du troisième trimestre font ressortir une légère hausse de 11 points de base du taux moyen global à 5,09%. Les conditions monétaires ont été marquées également par une appréciation trimestrielle du taux de change effectif de 1,1% en termes nominaux et de 0,4% en termes réels. Dans ces conditions, le rythme de croissance du crédit au secteur non financier s'est stabilisé à 3,7%, recouvrant une amélioration de la progression des prêts accordés aux entreprises privées à 3,6%, une décélération de celle des crédits aux ménages et une accentuation de la baisse des concours aux entreprises publiques.

Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au terme des dix premiers mois de 2019 fait ressortir un déficit, hors privatisation, en creusement de 4,7 milliards à 40 milliards de dirhams par rapport à la même période de 2018. Cette évolution résulte d'un alourdissement de 5,4% des dépenses globales, imputable principalement à la progression de 7,1% des dépenses de fonctionnement et de 7,9% de celles d'investissement. En parallèle, les recettes ordinaires, hors privatisation, se sont améliorées de 3,8%, reflétant des hausses de 2,6% des rentrées fiscales, avec toutefois une baisse de 2,5% des rentrées de l'IS, et de 16,6% de celles non fiscales. Pour ce qui est des dons des pays du CCG, les encaissements ont atteint 1,1 milliard de dirhams à fin octobre contre 0,8 milliard à la même date une année auparavant. Compte tenu du règlement des dépenses en instance de paiement d'un montant de 9,1 milliards, le déficit de caisse est ressorti à 49,1 milliards, en aggravation de 11,5 milliards. Ce besoin a été financé par des ressources intérieures de 41,3 milliards, par une recette de privatisation de 4,4 milliards et par des concours extérieurs nets de 3,4 milliards. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 2,7% comparativement à son niveau à fin décembre 2018. Concernant le coût de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les taux moyens pondérés ont été globalement en baisse durant les dix premiers mois de l'année, par rapport à la même période de 2018.

Les données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre 2019 indiquent un léger ralentissement de la croissance économique à 2,5% contre 2,6% un an auparavant. Cette évolution résulte d'un repli de 2,8%, au lieu d'une hausse de 4,5%, de la valeur ajoutée agricole et d'une accélération de 2,1% à 3,3% du rythme des activités non agricoles. Du côté de la demande, celle-ci a été portée par sa composante intérieure avec une contribution de 3,4 points de pourcentage, alors que les exportations nettes y ont participé négativement à hauteur de 0,9 point.

Sur le marché du travail, l'économie a connu une création nette de 143 mille emplois entre les troisièmes trimestres de 2018 et de 2019 après 201 mille un an auparavant. Cette évolution est le résultat d'une importante hausse dans les activités non agricoles, concentrée dans le tertiaire, qui a plus que compensé la perte de 204 mille emplois enregistrée dans l'agriculture. Tenant compte d'une entrée nette de 168 mille actifs demandeurs d'emplois, le taux d'activité est revenu de 45% à 44,9% et le taux de chômage est passé de 9,3% à 9,4%.

Au niveau du marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont enregistré une hausse de 0,9% au troisième trimestre 2019. Cette évolution a concerné toutes les catégories d'actifs avec des taux de 0,9% pour le résidentiel, de 0,6% pour le foncier et de 1,7% pour les biens à usage professionnel. De même, le nombre de transactions a augmenté de 6% après un repli de 5,2% au deuxième trimestre. Concernant le marché boursier, le MASI s'est apprécié de 2,9% en novembre, soit une performance depuis le début de l'année de 4%. Le volume des échanges a atteint, pour sa part, 5,2 milliards de dirhams contre une moyenne de 5,3 milliards durant les dix premiers mois de l'année et la capitalisation boursière a atteint 608,9 milliards, en hausse de 4,6% par rapport à décembre 2018.

Pour ce qui est de l'inflation, elle s'est accélérée à 0,7% en octobre après 0,5% au troisième trimestre, portant sa moyenne sur les dix premiers mois de 2019 à 0,3%. Cette accélération est liée exclusivement à la progression de 2,9%, au lieu de 0,2%, des prix des produits alimentaires à prix volatils qui a plus que compensé la baisse de l'inflation sous-jacente à 0,3% après 0,6%. Les prix des carburants et lubrifiants ont baissé de 3,6% contre 3,3% un trimestre auparavant et les tarifs des produits réglementés ont évolué à un rythme inchangé, soit 1,6%.

En termes de perspectives, la persistance des incertitudes entourant les échanges commerciaux et les tensions politiques et géopolitiques pèsent sur la croissance économique mondiale, qui enregistrerait cette année le rythme le plus faible observé depuis 2009. A moyen terme, celle-ci devrait s'améliorer graduellement, soutenue en particulier par des conditions monétaires toujours accommodantes. Dans la zone euro, la croissance ralentirait de 1,9% en 2018 à 1,2% cette année avant de se redresser à 1,4% en 2020 puis à 1,8% en 2021, soutenue notamment par les conditions favorables d'octroi de crédit et la reprise attendue de la demande extérieure. Aux Etats-Unis, elle terminerait l'année en décélération à 2,3%, après s'être établie à 2,9% en 2018, et devrait de nouveau ralentir à 1,7% en 2020 avant de revenir à 2,3% en 2021, à la faveur en particulier de l'assouplissement de la politique monétaire. Pour leur part, les conditions sur les marchés du travail devraient demeurer favorables, le taux de chômage devant poursuivre sa baisse dans la zone euro et augmenter légèrement aux Etats-Unis.

Dans les principaux pays émergents, la croissance devrait nettement ralentir en Chine pour s'établir à un niveau légèrement au-dessus de 6%, tandis qu'en Inde, elle connaîtrait un fléchissement cette année avant de s'accélérer à moyen terme, supportée par les mesures de soutien budgétaire et monétaire mises en œuvre.

Sur les marchés des matières premières, le prix du Brent clôturerait l'année avec une moyenne de 63,7 USD/bl avant de diminuer de nouveau à 62 USD/bl en 2020 et de revenir à 63,8 USD/bl en 2021. Pour le phosphate et dérivés, le cours du brut finirait l'année 2019 sur une moyenne de 89 dollars la tonne et se situerait à 92 dollars en 2020 et à 95 dollars en 2021 alors que le prix du DAP serait en net recul à 314 USD/t, avant de progresser à 324 USD/t en 2020 et à 335 USD/t en 2021.

Dans ce contexte, les pressions inflationnistes se sont globalement modérées. Dans la zone euro, l'inflation ralentirait de 1,8% en 2018 à 1,2% en 2019 puis à 1,1% en 2020, avant de s'accélérer à 1,4% en 2021. Aux Etats-Unis, elle décélérerait de 2,4% à 1,8% en 2019, puis s'accélérait à 2,3% en 2020 et à 2,5% en 2021, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la FED.

Au niveau national, la progression des exportations de biens finirait l'année 2019 en décélération à 3,8% et devrait s'accélérer à 9,5% en 2020 et se consolider à 8,6% en 2021. Cette évolution est principalement attribuable au net accroissement prévu en 2020 des ventes de la construction automobile, avec l'augmentation annoncée de la capacité de production de l'usine PSA. De son côté, la hausse des importations serait de 2,4% en 2019 et s'accélérait à 4,1% en 2020 avant d'augmenter à 5,1% en 2021. En parallèle, les recettes de voyage s'amélioreraient de 4,8% en 2019 tandis que les transferts des MRE se stabiliseraient quasiment. Ils s'accroîtraient de 3,2% et 1,7% respectivement en 2020 puis de 3,8% et de 2,2% en 2021. Dans ces conditions, après un creusement à 5,5% du PIB en 2018, le déficit du compte courant terminerait l'année à 4,6% et s'allégerait davantage à 3,7% en 2020 et à 2,9% en 2021. Concernant les IDE, après des recettes exceptionnelles en 2018 liées en grande partie à l'opération de cession de la société SAHAM, ils se stabiliseraient à un niveau équivalent à près de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision. Sous les hypothèses, inchangées par rapport à l'exercice de septembre, d'entrées de dons CCG de 2 milliards cette année et de 1,8 milliard en 2020, et d'une sortie à l'international du Trésor en 2020, les RIN se renforceraient à 240,7 milliards en 2019, à 242,7 milliards au terme de 2020 et à 248,2 milliards à fin 2021, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

Compte tenu notamment de cette évolution et de la réduction du taux de la réserve monétaire de 4% à 2%, le déficit de liquidité devrait s'atténuer de 69 milliards de dirhams à fin 2018 à 64,9 milliards à fin 2019, avant de s'accroître à 82 milliards à fin 2020 et à 96,8 milliards à fin 2021. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux de change effectif réel terminerait l'année 2019 en appréciation de 1,2% et devrait rester globalement stable à moyen terme. Dans ces conditions, et au regard notamment des prévisions de la croissance non agricole, la progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait se situer autour de 4% en 2019, avant de s'accroître à 4,7% en 2020 et à 5% en 2021.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire hors privatisation devrait se situer à 4,1% du PIB, avant de s'atténuer progressivement à 3,8% en 2020, et à 3,5% en 2021. Les projections incorporent notamment la dynamique qui ressort de l'exécution budgétaire à fin octobre 2019, les données du PLF 2020 et l'hypothèse de la poursuite de l'ajustement budgétaire en 2021.

Dans ces conditions, la croissance ralentirait de nouveau à 2,6% en 2019 après 3% en 2018, résultant d'une diminution prévue de 4% de la valeur ajoutée agricole. Pour leur part, les activités non agricoles devraient poursuivre leur relatif raffermissement, avec une augmentation de leur valeur ajoutée de 3,3% après 2,6%. A moyen terme, les prévisions de Bank Al-Maghrib tablent sur une accélération de la croissance à 3,8% en 2020 et à 3,7% en 2021, reflétant une amélioration de 6,2% puis de 3% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles normales, et une poursuite du raffermissement des activités non agricoles, avec des hausses de leur valeur ajoutée de 3,5% en 2020 et de 3,7% en 2021.

Concernant l'inflation, après un taux de 1,9% en 2018, elle devrait connaître une forte baisse à 0,3% en 2019 avant de se redresser progressivement à 1,1% en 2020 puis à 1,4% en 2021. Sa composante sous-jacente s'affaiblirait à 0,6% cette année et augmenterait à 1,3% en 2020 puis à 1,9% en 2021, sous l'effet de l'amélioration attendue de la demande intérieure et de la dissipation prévue de l'appréciation du taux de change effectif réel.

Le scénario central des prévisions reste entouré de nombreux risques orientés à la baisse pour la croissance et équilibrés pour l'inflation. Concernant la croissance, les incertitudes d'origine extérieure ont trait principalement à une dégradation de la demande étrangère. En effet, en dépit de l'optimisme croissant quant à une sortie lisse de l'Angleterre de l'union européenne et à la conclusion d'un accord commercial sino-américain, les incertitudes entourant leurs modalités et l'enlisement des négociations érodent la confiance des marchés et nuisent à l'activité économique mondiale. Au niveau national, une déviation par rapport à l'hypothèse centrale de la production agricole, tributaire en partie des conditions climatiques, affecterait les prévisions de la croissance. S'agissant des prévisions d'inflation, et tenant compte des incertitudes sur le marché du pétrole, des cours supérieurs à ceux retenus dans le scénario central se traduiraient par des taux d'inflation plus élevés, à travers leurs effets directs sur les prix domestiques des carburants et indirects sur les coûts de production. Les pressions inflationnistes baissières d'origine externe peuvent provenir de niveaux plus faibles des cours des matières premières alimentaires ainsi que d'une éventuelle accentuation de l'appréciation du taux de change effectif réel.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Dans un contexte marqué par les différends commerciaux et la persistance de fortes incertitudes politiques, l'économie mondiale s'est affaiblie au cours du troisième trimestre. Ainsi, à l'exception du Japon où elle s'est accélérée, la croissance a ralenti aux Etats-Unis et au Royaume-Uni et a stagné dans la zone euro. Au niveau des principaux pays émergents, le ralentissement s'est poursuivi en Chine et en Inde, alors qu'au Brésil et en Russie la croissance s'est raffermie. Sur le marché du travail, la situation demeure globalement favorable dans les économies avancées, bien que les évolutions des taux de chômage restent différenciées entre les pays. Sur les marchés financiers, l'optimisme concernant l'évolution du conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine s'est traduit par un regain d'appétit pour le risque et une hausse des indices boursiers des principaux pays avancés et émergents ainsi que des taux de rendement obligataires souverains. Dans ces conditions, les banques centrales de plusieurs économies avancées et émergentes ont maintenu l'orientation de leurs politiques monétaires. Sur les marchés des matières premières, les cours des produits énergétiques ont poursuivi leur repli en glissement annuel alors que ceux non énergétiques ressortent en hausse. Concernant l'inflation, elle s'est accélérée aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, la croissance a reculé de 2,3% au deuxième trimestre à 2,1% au troisième, traduisant principalement une décélération des dépenses publiques et une baisse des investissements non résidentiels. Dans la zone euro, elle est restée stable à 1,2%, avec une stagnation de la croissance en France et en Espagne à 1,4% et à 2% respectivement, et un raffermissement de 0,3% à 0,5% en Allemagne, lié notamment à l'augmentation des dépenses privées et publiques. Dans le même sens, la croissance s'est accélérée en Italie à 0,3% après 0,1%, grâce à la bonne tenue de la demande intérieure.

Au Royaume-Uni, la croissance a marqué au troisième trimestre un nouveau ralentissement de 1,3% à 1%, en relation notamment avec le repli de la production industrielle et le ralentissement du secteur des services. Inversement, la croissance s'est redressée au Japon de 0,8% à 1,9%, soutenue par l'amélioration des exportations nettes.

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

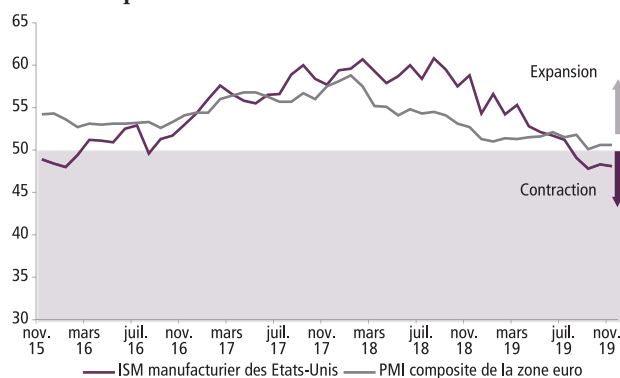
	2017			2018			2019			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Pays avancés										
Etats-Unis	2,2	2,4	2,8	2,9	3,2	3,1	2,5	2,7	2,3	2,1
Zone euro	2,6	3,0	3,0	2,6	2,2	1,6	1,2	1,4	1,2	1,2
France	2,4	2,8	3,0	2,4	1,9	1,5	1,2	1,3	1,4	1,4
Allemagne	2,3	3,0	3,4	2,3	2,1	1,1	0,6	1,0	0,3	0,5
Italie	1,9	1,7	1,9	1,4	0,9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

Source : Thomson Reuters.

Dans les principaux pays émergents, le rythme de l'activité a décéléré en Chine à 6% au troisième trimestre après 6,2% un trimestre auparavant, pénalisé essentiellement par le conflit commercial avec les Etats-Unis et le recul de la demande mondiale. En Inde, l'économie s'est affaiblie pour le cinquième trimestre consécutif, avec un accroissement du PIB de 4,3% après 4,9%, en raison principalement de la baisse des exportations et du ralentissement de l'investissement. En revanche, la croissance s'est raffermie au Brésil, passant de 1,1% à 1,2%, favorisée par l'accroissement de la production des secteurs industriel et des services. De même, elle s'est accélérée en Russie, passant de 0,9% à 1,7%, soutenue par une bonne performance des secteurs agricole et industriel, et du commerce de gros.

S'agissant des perspectives, l'indice PMI composite de la zone euro a stagné à 50,6 points en novembre. A l'inverse, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis est ressorti en baisse à 48,1 points en novembre après 48,3 points en octobre, demeurant toutefois en territoire de contraction.

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, le taux de chômage a enregistré une légère baisse en novembre pour s'établir à 3,5%, soit son plus bas niveau depuis près de 50 ans, avec des créations d'emplois ressortant en hausse à 266.000

postes contre 156.000 postes un mois auparavant. Dans la zone euro, il a diminué à 7,5% en octobre, soit le taux le plus faible enregistré depuis le mois de juillet 2008. Dans les principaux pays de la zone, la situation demeure globalement favorable avec notamment une baisse à 8,5% et 9,7% respectivement en France et en Italie, et une stagnation à 3,1% et 14,2% en Allemagne et en Espagne.

Au Royaume-Uni, les données disponibles pour le mois d'août font ressortir une stabilité de ce taux à 3,8%.

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

	2017	2018	2019		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	4,4	3,9	3,5	3,6	3,5
Zone euro	9,1	8,2	7,6	7,5	n.d
France	9,4	9,1	8,6	8,5	n.d
Allemagne	3,8	3,4	3,1	3,1	n.d
Italie	11,2	10,6	9,9	9,7	n.d
Espagne	17,2	15,3	14,2	14,2	n.d
Royaume-Uni	4,4	4,0	n.d	n.d	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

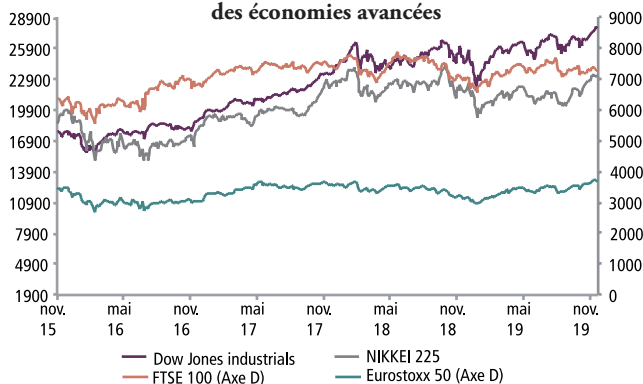
1.2 Conditions monétaires et financières

Entre octobre et novembre, les marchés boursiers des principales économies avancées et émergentes se sont inscrits, dans une dynamique positive portés notamment par un regain d'optimisme sur l'issue des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine et par la publication d'un certain nombre d'indicateurs qui dénotent une détérioration moins marquée que prévue de la conjoncture économique dans les principaux pays avancés. Ainsi, le Dow Jones s'est accru de 3,7%, l'EuroStoxx 50 de 3,9%, le NIKKEI 225 de 4,6% et le FTSE 100 de 1,5%. Parallèlement, la volatilité s'est atténuée aussi bien sur les marchés américains qu'européens. De même, pour les économies émergentes, le MSCI EM a augmenté de 3,7% avec notamment des hausses de 4% pour la Chine, de 3,1% pour l'Inde et de 4,7% pour la Turquie.

Sur les marchés obligataires, les rendements souverains des principaux pays avancés ont augmenté, entre octobre et novembre, reflétant un regain d'appétit pour le risque suscité particulièrement par l'optimisme quant à la conclusion d'un accord entre les Etats-Unis et la Chine. Ainsi, le taux des obligations à 10 ans s'est accru à -0,3% pour l'Allemagne, à -0,1% pour la France, à 0,4% pour l'Espagne et à 1,2% pour l'Italie. Ce taux a également augmenté pour les bons du Trésor américain de 1,7% à 1,8% d'un mois à l'autre.

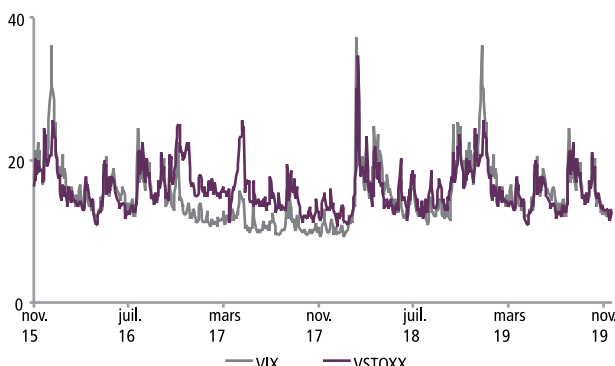
Pour ce qui est des principales économies émergentes, le taux de rendement souverain à 10 ans a stagné à 6,2% pour le Brésil, est passé de 3,2% à 3,3% pour la Chine et a diminué de 6,7% à 6,5% pour l'Inde et de 13,8% à 12,2% pour la Turquie.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



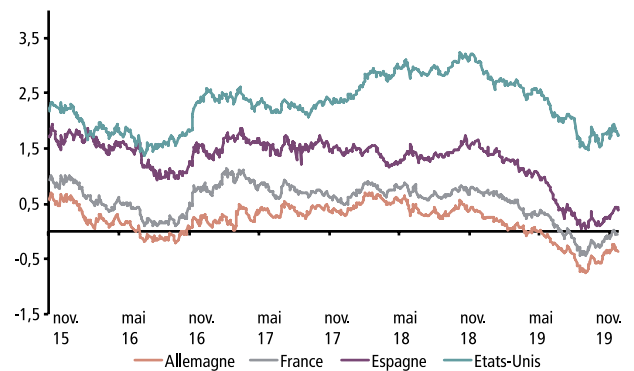
Source : Thomson Reuters.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

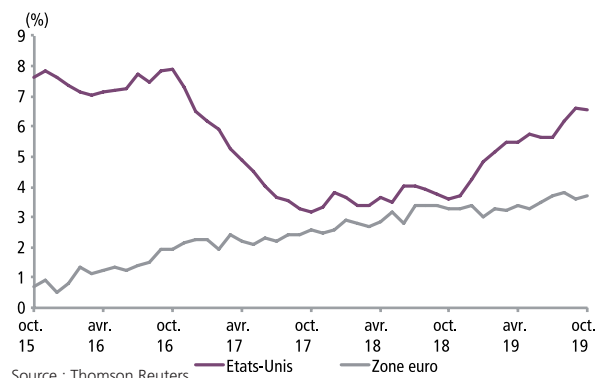
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,4%, alors que le Libor de même maturité a légèrement diminué de 2% en octobre à 1,9% en novembre. Concernant le rythme de croissance du crédit bancaire, il s'est stabilisé, entre septembre et octobre, à 6,6% aux Etats-Unis et a légèrement augmenté dans la zone euro de 3,6% à 3,7%.

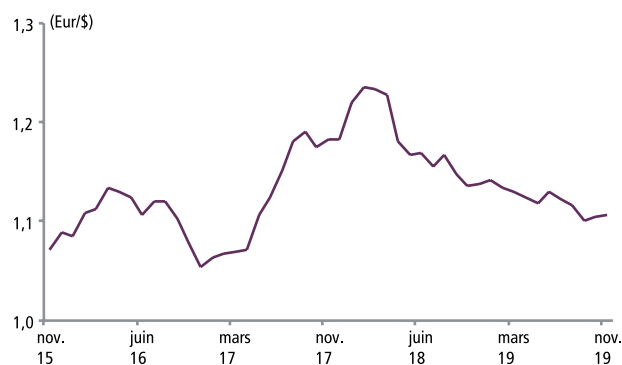
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés des changes, l'euro est resté entre octobre et novembre inchangé à 1,11 dollar, s'est déprécié de 1,8% contre la livre sterling, et s'est apprécié de 0,6% vis-à-vis du yen japonais. S'agissant des monnaies des principaux pays émergents, la lire turque et le yuan chinois se sont appréciés de 1% et 1,1% respectivement par rapport au dollar, la roupie indienne s'est dépréciée de 0,7% et le real brésilien est resté inchangé à 4,1 real pour un dollar.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 10-11 décembre, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 1,5%-1,75%. Elle estime que l'orientation actuelle de la politique monétaire est appropriée pour soutenir une expansion soutenue de l'activité économique, des conditions de marché du travail solides et une inflation proche de l'objectif symétrique de 2%. Elle a également indiqué qu'elle continuera à surveiller les implications des nouvelles informations pour les perspectives économiques, y compris l'évolution de la conjoncture mondiale et les pressions inflationnistes toujours contenues, au fur et à mesure qu'elle évaluera la trajectoire appropriée de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux.

Pour sa part, la BCE a décidé, le 12 décembre, de maintenir ses taux d'intérêt directeurs inchangés et a indiqué qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2% sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente. Concernant les mesures non conventionnelles, elle a indiqué que les achats nets effectués dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP) ont repris, à partir du 1er novembre, à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Elle prévoit d'y

recourir aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt directeurs et d'y mettre fin peu avant qu'elle ne commence à relever ses taux. Elle entend également poursuivre les réinvestissements 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.

De même, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a maintenu, le 7 novembre, son taux directeur à 0,75%. Il a également décidé de garder le stock d'achats d'obligations notées «investment-grade» d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling, et celui des achats d'obligations du gouvernement britannique à 435 milliards de livres sterling.

Au niveau des principaux pays émergents, la Banque de Réserve de l'Inde a maintenu le 5 décembre son taux directeur inchangé à 5,15%, tout en justifiant sa décision par le risque persistant que l'inflation reste élevée jusqu'en mars 2020. Pour sa part, la Banque centrale de Russie a décidé le 13 décembre de réduire son taux directeur de 25 points de base à 6,25%, en précisant que le ralentissement de l'inflation dépasse ses prévisions et que le taux de croissance de l'économie russe a augmenté au troisième trimestre mais que sa stabilité reste à évaluer. De même, la Banque centrale du Brésil a décidé le 11 décembre de réduire son taux directeur de 50 points de base à 4,5%, un plancher historique, en signalant que les données sur l'activité économique depuis le deuxième trimestre indiquent que le processus de reprise s'est accéléré par rapport au premier trimestre de 2019, et que cette reprise se poursuivra progressivement.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, les cours ont rebondi en novembre, avec en particulier un renchérissement de 5,7% du Brent d'un mois à l'autre à 62,7 dollars le baril. En glissement annuel, le cours ressort en baisse de 3,7%. Il est à noter qu'en date du 6 courant, les pays de l'OPEP+ ont convenu de réduire davantage à compter du 1^{er} janvier 2020, leur production globale de 0,5 million de barils par jour (mbj). L'ajustement est ainsi porté à 1,7mbj et pourrait augmenter à plus de 2,1mbj avec la poursuite des efforts volontaires de réduction de plusieurs pays membres dont principalement l'Arabie saoudite.

S'inscrivant sur la même tendance, le prix du gaz naturel sur le marché européen a atteint 5,15 dollars le mBTU¹, soit une hausse de 1,8% en glissement mensuel et un recul de 37,7% en variation annuelle.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent



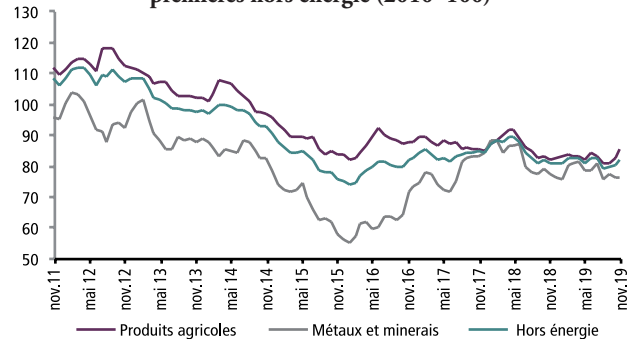
Source : Banque mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, après 15 mois consécutifs de repli, les cours ont augmenté en novembre de 1,5% en glissement annuel, tirés par les prix des produits agricoles. Ces derniers ont enregistré un accroissement en glissement

annuel de 4,2% alors que ceux des métaux et minerais ont reculé de 1,7%. S'agissant du blé dur, son prix s'est accru de 1,8% d'un mois à l'autre mais a baissé de 0,2% en variation annuelle.

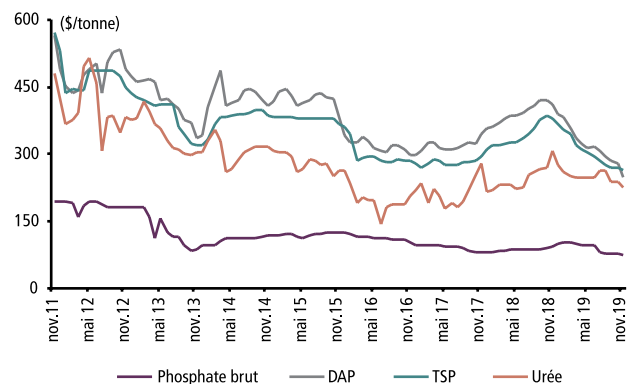
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque mondiale.

Au niveau du marché des phosphates et engrais, les cours ont baissé entre octobre et novembre de 4,5% à 74\$/t pour le phosphate brut, de 10,6% à 248\$/t pour le DAP, de 2,2% à 264\$/t pour le TSP et de 5,3% à 224,5\$/t pour l'urée. Pour sa part, le prix du chlorure de potassium a continué de stagner à 265,5\$/t. En glissement annuel, les cours ont enregistré des replis de 20% pour le phosphate brut, de 39,5% pour le DAP, de 30,3% pour le TSP et de 26,5% pour l'urée ainsi qu'une hausse de 23,2% pour le chlorure de potassium.

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



Source : Banque mondiale.

¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

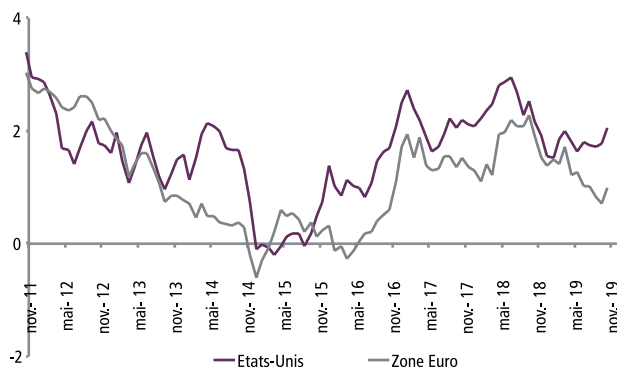
1.3.3 Inflation

Dans la zone euro, selon une première estimation d'Eurostat, l'inflation est passée de 0,7% en octobre à 1% en novembre, reflétant notamment des accélérations de 0,9% à 1,2% respectivement pour la France et l'Allemagne, de 0,2% à 0,5% en Espagne et de 0,2% à 0,4% en Italie. De même, aux Etats-Unis, elle s'est accélérée de 1,8% à 2,1% en novembre, atteignant son niveau le plus élevé de l'année.

Au niveau des autres économies avancées, les dernières données datent d'octobre et indiquent un ralentissement de l'inflation à 1,5% au Royaume-Uni et une stagnation à 0,2% au Japon.

Dans les principaux pays émergents, le taux d'inflation a augmenté de 3,8% en octobre à 4,5% en novembre en Chine, tiré principalement par le renchérissement important des viandes notamment porcines, de 4,6% à 5,5% en Inde, suite essentiellement à la hausse des prix des légumes et de 2,5% à 3,3% au Brésil, en lien avec l'augmentation des prix des produits alimentaires. En revanche, il a reculé en Russie, s'établissant à 3,5% en novembre au lieu de 3,8% un mois auparavant.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

	2017	2018	2019		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	2,1	2,4	1,7	1,8	2,1
Zone Euro	1,5	1,8	0,8	0,7	1,0
Allemagne	1,7	1,9	0,9	0,9	1,2
France	1,2	2,1	1,1	0,9	1,2
Espagne	2,0	1,7	0,2	0,2	0,5
Italie	1,3	1,2	0,2	0,2	0,4
Royaume-Uni	2,7	2,5	1,7	1,5	n.d
Japon	0,5	1,0	0,2	0,2	n.d

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données provisoires des échanges extérieurs à fin octobre 2019 indiquent un creusement du déficit commercial, par rapport à la même période de 2018, de 5,2 milliards de dirhams pour s'établir à 174 milliards de dirhams. Cette évolution résulte d'un accroissement de 12,2 milliards des importations, plus important que celui de 7 milliards des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi stabilisé à 57,5%.

Pour leur part, les recettes de voyage ont atteint 66,3 milliards, en progression de 6,1% et les transferts des MRE ont enregistré une baisse de 0,6% à 55,1 milliards de dirhams. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux d'IDE a connu un repli de 16 milliards de dirhams pour s'établir à 15,4 milliards, alors que les investissements directs des marocains à l'étranger ont augmenté de 2,7 milliards pour atteindre 8,2 milliards. Les réserves internationales nettes de Bank Al-Maghrib se sont établies à 231,5 milliards de dirhams à fin octobre, représentant l'équivalent de 4 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'augmentation de 3,1% des exportations reflète principalement la hausse de 5,3% à 50 milliards de dirhams des ventes du secteur « agricoles et agroalimentaires », incluant des progressions de 11,9% pour les produits agricoles et de 0,7% pour ceux de l'industrie alimentaire. Les exportations du secteur automobile ont connu une amélioration de 3,3% à 63 milliards, recouvrant des hausses de 7,4% pour le segment « câblage » et de 10,3% pour celui de l'« intérieur de véhicules et sièges », ainsi qu'un repli de 3,4% pour la construction automobile. Les expéditions de phosphates et dérivés ont progressé de 0,9% à 42,7 milliards de dirhams en lien avec des hausses de 9,3% des ventes de l'acide phosphorique et de 0,3% de celles des engrais naturels et chimiques. Ces évolutions traduisent les augmentations des quantités expédiées de 10,5% et de 9,4%, alors que leurs prix à l'export ont baissé de 1,1% et de 8,3% respectivement. Pour leur part, les exportations de phosphate brut ont reculé de 10,3% en valeur et de 15,4% en volume. Les ventes du secteur de l'aéronautique et de l'« industrie pharmaceutique » ont augmenté de 7,5% à 13 milliards et de 2% à 1 milliard de dirhams respectivement, alors que celles du secteur de « textile et cuir » et de l'« électronique » ont accusé des baisses respectives de 1,5% à 31,7 milliards et de 6,5% à 7 milliards de dirhams.

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

Secteurs/Segments	janv- oct. 2019	janv- oct. 2018	Variations	
			En valeur	En %
Exportations	235 220	228 251	6 969	3,1
Phosphates et dérivés	42 668	42 296	372	0,9
Phosphates bruts	6 134	6 840	-706	-10,3
Engrais naturels et chimiques	24 682	24 608	74	0,3
Acide phosphorique	11 852	10 848	1 004	9,3
Automobile	63 017	60 988	2 029	3,3
Construction	27 693	28 658	-965	-3,4
Câblage	26 733	24 898	1 835	7,4
Intérieur véhicules et sièges	4 012	3 638	374	10,3
Agriculture et Agro-alimentaire	49 991	47 473	2 518	5,3
Agriculture, sylviculture, chasse	20 407	18 234	2 173	11,9
Industrie alimentaire	27 501	27 311	190	0,7
Textile et Cuir	31 709	32 204	-495	-1,5
Vêtements confectionnés	20 158	20 356	-198	-1,0
Articles de bonneterie	6 375	6 594	-219	-3,3
Chaussures	2 387	2 557	-170	-6,6
Aéronautique	13 008	12 106	902	7,5
Assemblage EWIS	7 047 5 895	6 756 5 292	291 603	4,3 11,4
Electronique	6 961	7 443	-482	-6,5
Composants électroniques	3 831	3 725	106	2,8
Electronique de spécialité	3 130	3 718	-588	-15,8
Industrie pharmaceutique	1 013	993	20	2,0
Autres extractions minières	3 477	3 747	-270	-7,2
Autres	23 376	21 001	2 375	11,3

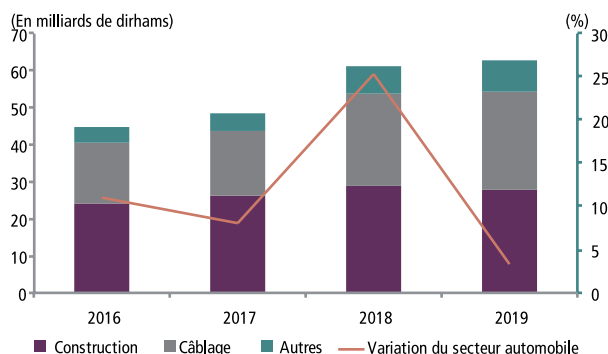
Source : Office des Changes.

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

	janv.-oct. 2019/ janv.-oct. 2018		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates brut	-10,3	-15,4	6,0
Engrais naturels et chimiques	0,3	9,4	-8,3
Acide phosphorique	9,3	10,5	-1,1

Source : Office des Changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La progression des importations a concerné l'ensemble des groupements de produits à l'exception de la facture énergétique et des produits bruts. En particulier, les achats de biens d'équipement ont enregistré un accroissement de 9,4% à 106 milliards de dirhams, tiré principalement par la hausse de 5,2 milliards des acquisitions d'« avions et autres véhicules aériens ou spatiaux ». Les importations des demi-produits et de produits finis de consommation ont augmenté respectivement de 5% à 87,1 milliards et de 3,3% à 93,5 milliards, avec des progressions de 5,8% des acquisitions des « parties et pièces pour voitures de tourisme » et de 11,9% de celles des « ouvrages divers en matières plastiques ». De même, les achats des produits alimentaires ont augmenté de 5,3% à 40 milliards de dirhams. A l'inverse, la facture énergétique a poursuivi sa tendance baissière, enregistrant un recul de 6,6% à 63,6 milliards, lié principalement à une nette diminution des importations de l'électricité

à 144 millions de dirhams, au lieu de 2,2 milliards un an auparavant, et au repli de 5,9% des importations de « gas-oil et fuel-oils » à 31,9 milliards de dirhams. Parallèlement, les achats de produits bruts ont baissé de 8,1% à 18,8 milliards.

Au total, le déficit commercial s'est creusé de 5,2 milliards à 174 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est stabilisé à 57,5%

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

Groupements d'utilisation	janv.-oct. 2019	janv.-oct. 2018	Variations	
			En valeur	En %
Importations CAF	409 223	397 073	12 150	3,1
Produits énergétiques	63 646	68 144	-4 498	-6,6
Energie électrique	144	2 220	-2 076	-93,5
Gas-oils et fuel-oils	31 884	33 887	-2 003	-5,9
Biens d'équipement	105 958	96 872	9 086	9,4
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	7 832	2 655	5 177	-
Machines et appareils divers	10 137	8 386	1 751	20,9
Voitures utilitaires	5 748	4 314	1 434	33,2
Produits finis de consommation	93 506	90 523	2 983	3,3
Parties et pièces pour voitures de tourisme	15 298	14 454	844	5,8
Ouvrages divers en matières plastiques	4 889	4 371	518	11,9
Etoffes de bonneterie	4 738	4 262	476	11,2
Demi produits	87 081	82 937	4 144	5,0
Demi-produits en fer ou en acier	3 406	1 878	1 528	81,4
Fils, barres et profilés en fer non alliés	3 572	2 844	728	25,6
Produits alimentaires	39 976	37 961	2 015	5,3
Blé	8 080	6 958	1 122	16,1
Mais	4 404	4 010	394	9,8
Produits bruts	18 809	20 473	-1 664	-8,1
Huile de soja brute ou raffinée	2 947	3 250	-303	-9,3
Huile d'olive brute ou raffinée	103	378	-275	-72,8

Source : Office des Changes.

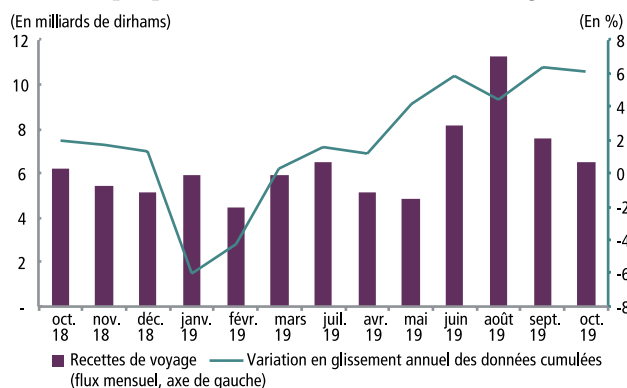
Tableau 2.4 : Evolution des principaux produits énergétiques à l'import (glissement annuel, en %)

	janv.-oct. 2019/janv.-oct. 2018		
	Valeur	Quantité	Prix
Gas-oils et fuel-oils	-5,9	-2,6	-3,4
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-10,8	3,1	-13,4
Houilles; coques et combustibles solides similaires	10,3	17,8	-6,4

Source : Office des Changes.

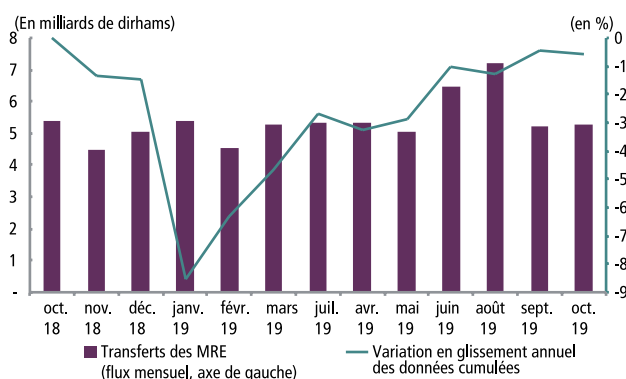
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire s'est renforcé de 12,6% à 74,2 milliards de dirhams, résultat de l'augmentation de 5% des exportations à 154,2 milliards et de la diminution de 1,2% des importations à 80 milliards. En particulier, les recettes de voyage ont atteint 66,3 milliards, en progression de 6,1%, et les dépenses au même titre se sont accrues de 10,9% à 17,8 milliards.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage


Source : Office des Changes.

Pour ce qui est des transferts des MRE, ils ont enregistré une baisse de 0,6% à 55,1 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE


Source : Office des Changes.

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

	janv.-oct. 2019*	janv.-oct. 2018	Variations	
			en valeur	en %
Importations	79 963	80 954	-991	-1,2
Voyages	17 818	16 070	1 748	10,9
Exportations	154 151	146 815	7 336	5,0
Voyages	66 292	62 463	3 829	6,1
Solde	74 188	65 861	8 327	12,6

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Quant aux principales opérations financières, le flux d'IDE a connu un repli de 16 milliards de dirhams pour s'établir à 15,4 milliards, résultat d'un recul de 15,1 milliards des recettes, conjugué à une hausse de 873 millions des cessions. En parallèle, le flux des investissements directs des marocains à l'étranger s'est amélioré de 2,7 milliards pour atteindre 8,2 milliards, résultat essentiellement de l'augmentation de 2,6 milliards des investissements.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à fin octobre à 231,5 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 4 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

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

	janv- oct.	janv- oct.	Variations	
	2019	2018	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	15 421	31 384	-15 963	-50,9
Recettes	26 711	41 801	-15 090	-36,1
Dépenses	11 290	10 417	873	8,4
Investissements des marocains à l'étranger	8 231	5 499	2 732	49,7
Dépenses	9 554	6 983	2 571	36,8
Recettes	1 323	1 484	-161	-10,8

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2019, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif et une légère hausse des taux débiteurs après plusieurs trimestres de baisses consécutives. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son rythme d'accroissement s'est stabilisé à 3,7%, recouvrant une amélioration de la progression des prêts accordés aux entreprises privées, une décélération de celle des ménages et une accentuation de la baisse des concours aux entreprises publiques. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, la progression des créances nettes sur l'administration centrale et des réserves internationales nettes s'est accélérée à 13,2% et à 3% respectivement. Au total, la croissance de la masse monétaire est passée de 4,2% à 4,4%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ont enregistré une hausse trimestrielle de 0,9% au troisième trimestre 2019. Cette évolution a concerné toutes les catégories d'actifs avec des taux de 0,9% pour le résidentiel, de 0,6% pour le foncier et de 1,7% pour les biens à usage professionnel. Concernant le nombre de transactions, il a augmenté de 6%, reflétant des hausses de 3,7% pour le résidentiel, de 18,6% pour les terrains et de 0,7% pour les biens à usage professionnel. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 2,4% et le volume des échanges s'est établi à 13,5 milliards après 24,2 milliards un trimestre auparavant.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Durant le troisième trimestre 2019, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 86,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, tiré par l'augmentation de la monnaie fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a relevé le montant de ses injections à 87,4 milliards, dont notamment 84,4 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 2,3 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Les dernières données disponibles indiquent que ce déficit s'est atténué à 75,6 milliards en moyenne en octobre et en novembre sous l'effet principalement de l'abaissement du taux de la réserve monétaire de 4% à 2%.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté proche du taux directeur. Sur le marché des bons du Trésor, après avoir connu une quasi-stabilité durant le dernier trimestre, les taux se sont orientés à la baisse en octobre aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

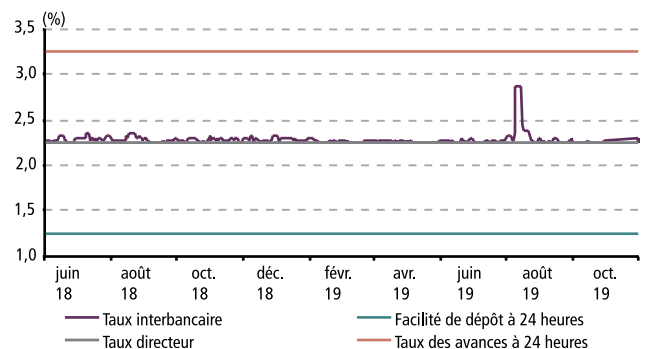
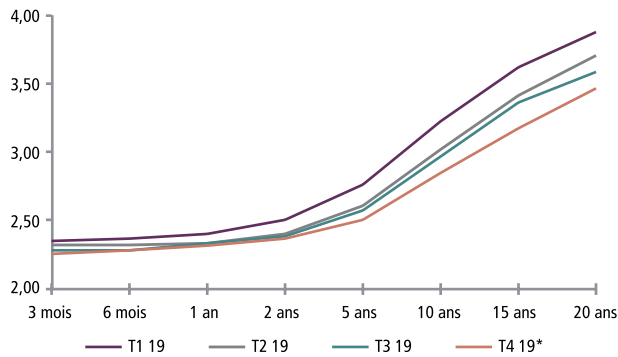


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2017		2018				2019			oct.
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
52 semaines	2,36	2,29	2,35	2,31	2,42	2,45	2,37	2,31	2,31	2,28
2 ans	2,49	2,44	2,53	2,50	2,58	2,60	2,51	2,39	2,38	3,35
5 ans	2,83	2,77	2,81	2,76	2,82	2,86	2,77	2,60	2,58	2,51
10 ans	3,32	3,28	3,28	3,24	3,28	3,34	3,19	3,02	2,97	2,89
15 ans	3,87	3,71	3,68	3,68	3,70	-	3,64	3,42	3,38	3,20

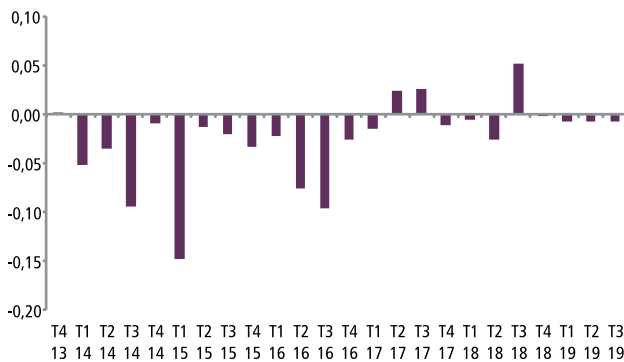
Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire



* Moyenne observée en octobre et novembre.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont enregistré une baisse au cours du troisième trimestre 2019. A l'inverse, les taux créditeurs ont augmenté de 7 points de base à 2,75% pour les dépôts à 6 mois et se sont quasiment stabilisés à 3,01% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques est demeuré quasi-stable au troisième trimestre 2019.

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



S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au troisième trimestre 2019 font ressortir une hausse de 11 points de base du taux moyen global à 5,09%. Par secteur institutionnel, la hausse a été de 12 points pour les prêts aux entreprises privées globalement, de 9 points pour les grandes et de 12 points pour les TPME. Concernant les taux assortissant les crédits aux

particuliers, ils se sont accrus de 35 points de base, recouvrant un accroissement de 33 points pour les prêts à l'habitat et une quasi-stabilité pour ceux à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2018		2019	
	T3	T4	T1	T2 T3
Taux global	5,10	5,09	5,02	4,98 5,09
Particuliers	5,9	5,83	5,78	5,34 5,69
Crédits immobiliers	4,88	4,89	4,70	4,18 4,51
Crédits à la consommation	6,61	6,84	6,74	6,71 6,72
Entreprises	4,85	4,90	4,78	4,85 4,92
Crédits de trésorerie	4,70	4,81	4,72	4,70 4,74
Crédits à l'équipement	4,86	4,86	4,48	5,07 5,20
Crédits immobiliers	5,71	5,91	5,59	5,46 6,07
Entrepreneurs individuels	6,46	6,39	6,28	6,64 6,87

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

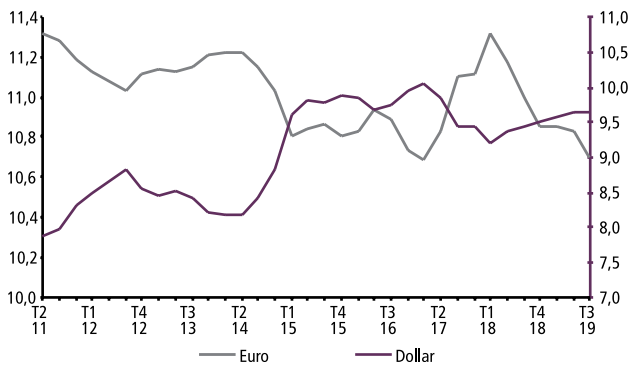
	2017		2018		2019		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1 T2 T3
6 mois	2,81	2,80	2,79	2,78	2,80	2,71	2,78 2,68 2,75
12 mois	3,09	3,10	3,15	3,10	3,07	3,04	3,06 3,00 3,01

3.1.2 Taux de change

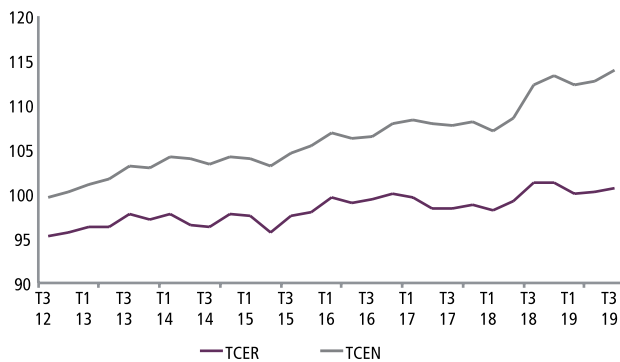
Au cours du troisième trimestre 2019, l'euro s'est déprécié de 1,1% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,25% vis-à-vis de l'euro et est resté quasi-stable face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 1,5% vis-à-vis du réal brésilien et de 2,8% contre le yuan chinois et s'est déprécié de 3,5% par rapport à la livre turque. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,1% en termes nominaux et de 0,4% en termes réels.

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

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu des diminutions de 4% pour les ventes à 23,1 milliards de dirhams et de 10,2% à 22,2 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont baissé de 26,9% à 9,7 milliards tandis que les ventes à terme ont augmenté de 2,8% à 1,7 milliard. Durant cette période, Bank Al-Maghrib n'a réalisé aucune opération d'achats ou de ventes de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie positive à 5 milliards de dirhams à fin septembre 2019, contre un solde négatif de 6,3 milliards à fin juin 2019.

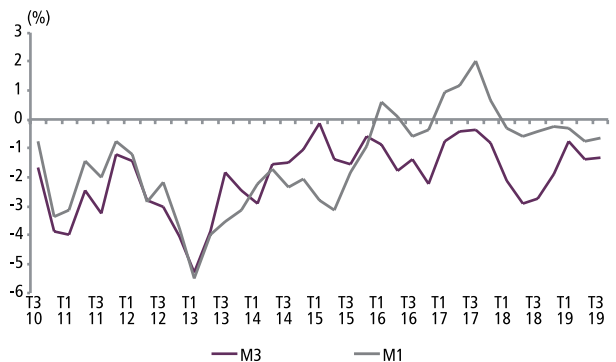
3.1.3 Situation monétaire

Le rythme d'accroissement de l'agrégat M3 s'est accéléré de 4,2% au deuxième trimestre à 4,4% au

troisième trimestre 2019. L'analyse de l'évolution de ses composantes fait ressortir une amélioration de la progression des dépôts à vue de 3,4% à 3,8%, avec notamment des accélérations de 3,6% à 3,9% pour ceux des ménages et de 1,8% à 2% pour ceux des entreprises non financières privées. De même, les comptes sur carnets et les dépôts en devises ont vu leur rythme de progression passer respectivement de 3,6% à 3,8% et de 3,1% à 8,4%. En revanche, les dépôts à terme ont accusé un repli de 0,4%, contre une augmentation de 1,3%, impactés essentiellement par l'accroissement de la baisse de 0,4% à 5,2% de ceux des entreprises non financières privées. Concernant la monnaie fiduciaire, son accroissement a ralenti de 7,9% à 7,2%.

Par principale contrepartie, l'évolution la masse monétaire traduit des accélérations respectives de 2,4% à 3% des réserves internationales nettes, de 4,5% à 5,1% du crédit bancaire et de 9,8% à 13,2% des créances nettes sur l'administration centrale.

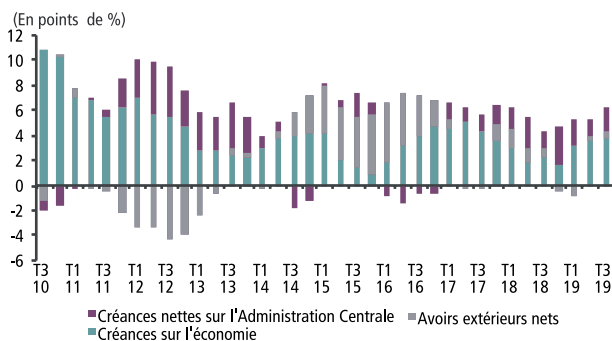
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



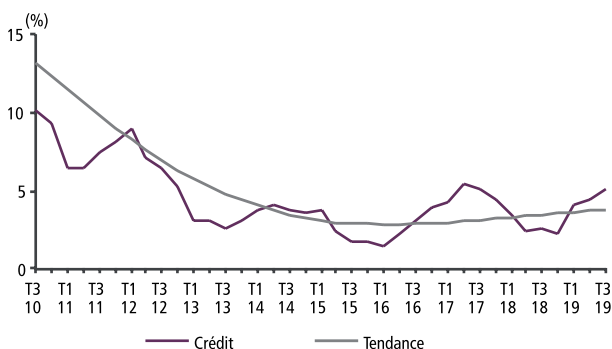
¹ : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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



Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son taux d'accroissement est resté stable à 3,7% pour le deuxième trimestre consécutif. Cette évolution recouvre une amélioration du rythme de progression des prêts accordés aux entreprises privées, une décélération de celui des ménages et une accentuation de la baisse des concours aux entreprises publiques.

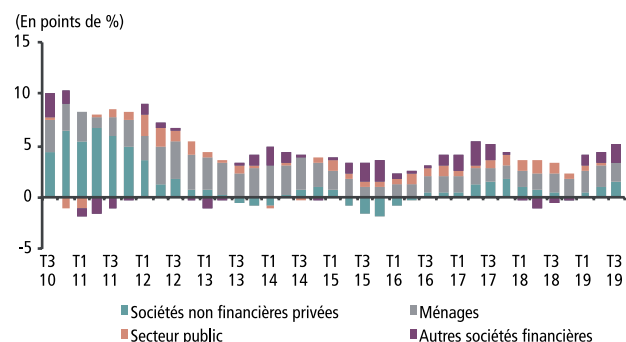
Ainsi, les crédits aux entreprises privées se sont accrus de 3,6% après 2,2% un trimestre auparavant, reflétant la hausse de 2,6% des prêts à l'équipement après une baisse de 1%, l'augmentation des facilités de trésorerie de 6,8% contre 5,9% et l'accroissement de 2,1% de ceux destinés à la promotion immobilière après 0,6%. En revanche, les concours accordés aux entreprises publiques ont diminué de 5,4% après un repli de 1,1%, avec une accentuation de la baisse des prêts à l'équipement de 1,1% à 5,1% et une diminution de 7,7% après une hausse de 6% des facilités de trésorerie.

En ce qui concerne les crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont progressé de 3% après 5,8%. Cette évolution reflète des décélérations de 12,4% à 8,4% du rythme de croissance des prêts à l'équipement et de 14,8% à 10,4% de celui des facilités de trésorerie. Dans le même temps, le repli des crédits immobiliers s'est accentué de 9,3% à 14%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de septembre 2019 font ressortir des accélérations des rythmes de progression de 8,1% à 11% pour les crédits destinés aux «commerce, réparations automobiles et articles domestiques», de 2,9% à 3,1% pour la branche « transports et communications » et de 3,9% à 5% pour celle des « industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques ». De même, les prêts accordés aux « industries alimentaires et tabac » ont enregistré une augmentation de 7,4%, après une diminution de 2,8% en juin. En revanche, les crédits accordés aux entreprises des branches « électricité, gaz et eau » et « bâtiment et travaux publics » ont accusé des baisses respectives de 14,2% et de 1,4%, plus accentuées que celles de 13% et de 0,5% un trimestre auparavant.

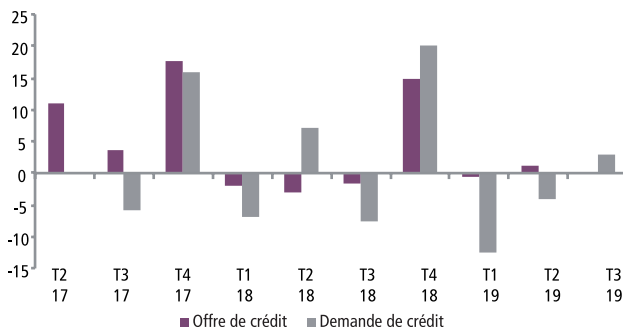
S'agissant des concours aux particuliers, leur progression est revenue de 6,1% à 5,1%, traduisant des décélérations des rythmes de 5,9% à 4,4% pour les crédits à l'habitat et de 5% à 4,6% pour les prêts à la consommation.

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



Quant aux créances en souffrance, elles ont augmenté de 4,5% et leur ratio au crédit bancaire est demeuré quasi-inchangé à 7,6%. Cette évolution reflète des hausses de 11,4% de celles des ménages et de 0,8% de celles des entreprises non financières privées.

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

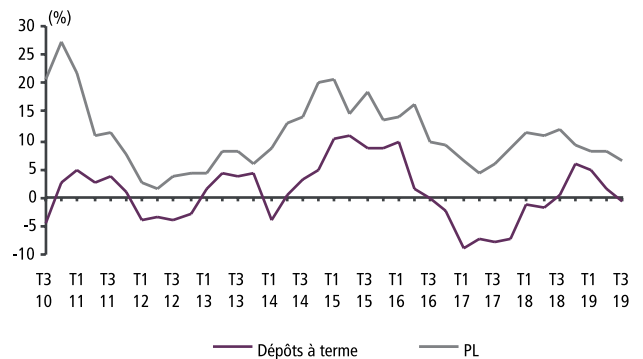


Concernant les prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont progressé de 6,5% à fin septembre. Cette évolution traduit des augmentations de 6,2% pour les crédits accordés par les sociétés de financement et de 4,9% de ceux des associations de microcrédit, alors que les crédits distribués par les banques offshore ont reculé de 13,7%.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre 2019 font ressortir une accélération du crédit bancaire à 6,1%. En particulier, le rythme de progression des prêts destinés au secteur non financier a enregistré une hausse de 4,8%, recouvrant une amélioration des prêts accordés aux entreprises privées et aux ménages et une accentuation de la baisse de ceux aux entreprises publiques.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont vu leur accroissement ralentir de 8,1% à 6,7% au troisième trimestre 2019. Cette évolution traduit une décélération du rythme de progression des bons du Trésor de 7,6% à 4,8% et de celui des titres des OPCVM obligataires de 11,9% à 8,3%. En revanche, les titres des OPCVM actions et diversifiés ont enregistré une hausse de 1,8%, après une diminution de 11,5% un trimestre auparavant.

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



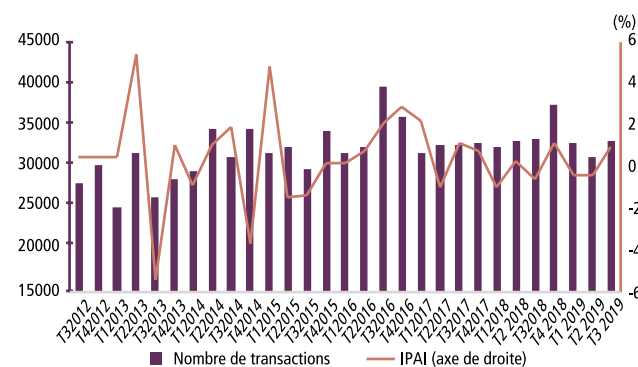
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au troisième trimestre de 2019, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une hausse trimestrielle de 0,9%. Cette évolution traduit l'accroissement des prix de l'ensemble des catégories de biens, avec des taux de 0,9% pour les actifs résidentiels, de 0,6% pour le foncier et de 1,7% pour les biens à usage professionnel. De même, et après un recul de 5,2% au trimestre précédent, le nombre de transactions s'est accru de 6%, reflétant des hausses de 3,7% pour le résidentiel, de 18,6% pour les terrains et de 0,7% pour les biens à usage professionnel.

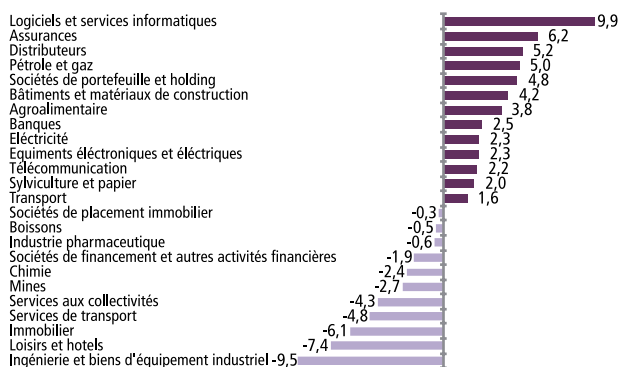
Au niveau des principales villes, les prix ont enregistré des augmentations trimestrielles de 2,5% à Oujda, de 1,8% à Meknès et de 0,9% à Tanger, alors que les baisses ont varié de 0,2% à Kénitra à 2,5% à El Jadida. Pour ce qui est du nombre des transactions, il a augmenté dans la majorité des grandes villes, à l'exclusion de Rabat, Kénitra et Casablanca où il a diminué respectivement de 9,3%, de 7,6% et de 6,7%.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2019 (en %)



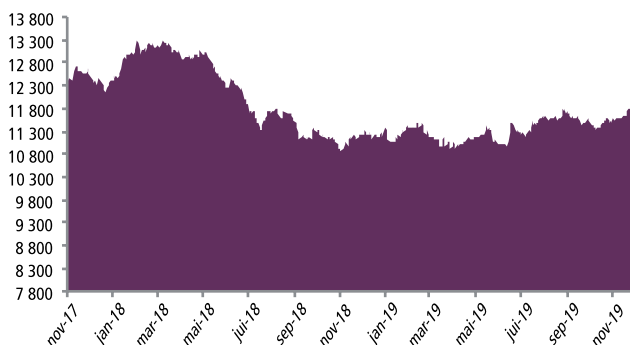
Source : Bourse de Casablanca

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Le MASI s'est apprécié en septembre de 2,4%, pour afficher une performance depuis le début de l'année à 1,7%. Cette évolution traduit principalement les progressions des indices sectoriels des « Logiciels et services informatiques » de 9,9%, des « assurances » de 6,2% et des « distributeurs » de 5,2%. A l'inverse, ceux de l'« ingénierie et biens d'équipement industriel » ont diminué de 9,5%, de « loisirs et hôtels » de 7,4% et de l'« immobilier » de 6,1%.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Concernant le volume des transactions, il s'est établi à 13,5 milliards de dirhams au troisième trimestre, après 24,2 milliards un trimestre auparavant. Le chiffre d'affaires est revenu de 9,6 milliards à 5,5 milliards sur le marché central et de 9,2 milliards à 1,5 milliard sur celui de blocs. Pour ce qui est des augmentations de capital, elles ont atteint 2,2 milliards, contre 5 milliards de dirhams le trimestre précédent.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a augmenté d'un trimestre à l'autre de 1,9% pour atteindre 594,4 milliards de dirhams.

Les données mensuelles les plus récentes indiquent une hausse du MASI de 2,9% en novembre, soit une performance depuis le début de l'année de 4%. Le volume des échanges a atteint, pour sa part, 5,2 milliards de dirhams contre une moyenne de 5,3 milliards durant les dix premiers mois de l'année et la capitalisation boursière a atteint 608,9 milliards, en hausse de 4,6% par rapport à décembre 2018.

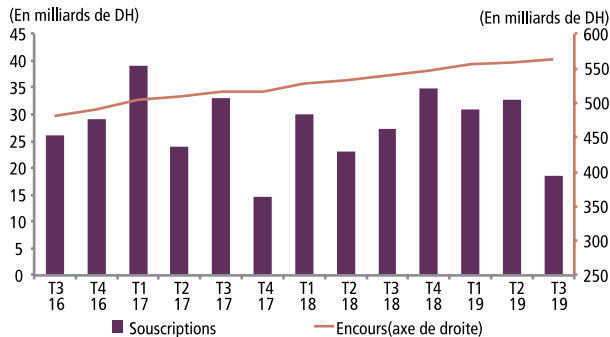
3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont établies à 18,5 milliards de dirhams au troisième trimestre, en baisse trimestrielle de 43,3%. Elles ont porté à hauteur de 50% sur des maturités moyennes et de 34% sur des maturités longues.

En octobre, les levées du Trésor se sont établies à 9,9 milliards de dirhams dont 51% des maturités

moyennes et 32% des maturités longues. Tenant compte des remboursements, d'un montant d'un milliard de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 564,3 milliards, en progression de 3,3% depuis le début de l'année.

Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor



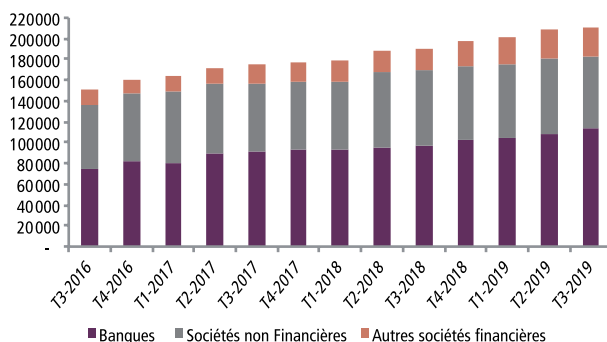
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont diminué de 27% à 16,2 milliards de dirhams au troisième trimestre 2019. Les levées des banques ont atteint 11,9 milliards après 16,1 milliards et celles des entreprises non financières sont revenues de 3,5 milliards à 1,9 milliard.

En octobre, les émissions se sont élevées à 8,5 milliards, portant le montant réalisé depuis le début de l'année à 60,8 milliards, contre 51,9 milliards durant la même période de l'année précédente. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée a progressé de 9,3%, depuis le début de l'année, pour atteindre 216,1 milliards de dirhams.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du troisième trimestre de l'année, les souscriptions aux titres d'OPCVM ont progressé de 17% à 218 milliards et les rachats ont augmenté de 14% à 219,8 milliards, soit une décollecte nette de 1,9 milliard de dirhams qui a concerné les fonds « obligataires à court terme » et « contractuels ». S'agissant des performances, elles se sont orientées à la hausse pour l'ensemble des fonds et ont varié entre 1,7% pour les fonds « monétaires » et 7,3% pour ceux « actions ».

Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM s'est accru de 0,6% à 453,9 milliards. Cette évolution recouvre notamment des accroissements de 5,5% pour les fonds « actions », de 3,6% pour les « monétaires » et de 2,2% pour l'« obligataire à moyen et long termes » ainsi qu'une baisse de 9,3% pour l'« obligataire à court terme ».

Les données arrêtées au 15 novembre indiquent une hausse de l'actif net des OPCVM de 4,4% depuis le début de l'année à 453,9 milliards de dirhams. Cette progression recouvre des augmentations de 10,9% à 35,1 milliards pour les fonds « actions » et de 10,4% à 269,5 milliards pour ceux « obligataires à moyen et long termes » et des replis pour les fonds « obligataires à court terme » et « monétaires » de 6,9% et de 6,6% respectivement.

Cette évolution résulte d'une collecte nette de 5,3 milliards et de performances positives de l'ensemble des catégories des OPCVM.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au terme des dix premiers mois de 2019 fait ressortir un déficit, hors privatisation, en creusement de 4,7 milliards à 40 milliards de dirhams. Cette évolution traduit un alourdissement de 5,4% des dépenses globales, imputable principalement à la progression de 7,1% des dépenses de fonctionnement et de 7,9% de celles d'investissement, la charge de compensation ayant affiché, en revanche, un allègement de 18,6%. En regard, les recettes ordinaires, hors privatisation, se sont améliorées de 3,8%, reflétant une hausse de 2,6% des rentrées fiscales et de 16,6% de celles non fiscales, tirées principalement par les recettes de monopoles qui se sont accrues de 22,9%. Le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 7,5 milliards, contre 9,3 milliards un an auparavant. Pour sa part, le solde excédentaire des comptes spéciaux du Trésor s'est établi à 4,1 milliards contre 3,3 milliards un an auparavant.

Le Trésor a réduit son stock de dépenses en instance de paiement d'un montant de 9,1 milliards à fin octobre 2019, ce qui a porté le déficit de caisse, hors privatisation, à 49,1 milliards, en creusement de 11,5 milliards. Ce besoin a été financé par des ressources intérieures de 41,3 milliards, par une recette de privatisation de 4,4 milliards et par des concours extérieurs nets de 3,4 milliards. Par conséquent, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 2,7% comparativement à son niveau à fin décembre 2018. Pour ce qui est du coût de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les taux moyens pondérés ont été globalement en baisse durant les dix premiers mois de l'année comparativement à la même période de 2018.

4.1 Recettes ordinaires

Les réalisations des recettes au titre des dix premiers mois de 2019 ont fait ressortir une amélioration de 3,8% des recettes ordinaires, hors privatisation, par rapport à la même période en 2018. Cette évolution reflète une progression de 2,6% des rentrées fiscales à 194,8 milliards de dirhams, réalisées à hauteur de 79,2%, et de 16,6% de celles non fiscales à 17,7 milliards.

Les rentrées des impôts directs ont augmenté de 3,2% pour atteindre 77 milliards, recouvrant essentiellement l'encaissement d'un montant de 2 milliards au titre de la contribution sociale de solidarité sur les bénéfices¹, la hausse de 4,4% à 35,4 milliards du produit de l'IR et le recul de 2,5% à 37,7 milliards de celui de l'IS. L'évolution des rentrées de l'IR incorpore une baisse de 14,2% à 2,8 milliards pour l'IR sur les profits immobiliers et une augmentation de 2% à 7,3 milliards l'impôt sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel.

De leur côté, les impôts indirects se sont accrus de 2,5% à 96,2 milliards, reflétant une progression de 1,2% à 71,7 milliards des recettes de la TVA et de 6,3% à 24,5 milliards de celles de la TIC. L'évolution du produit de la TVA recouvre un renforcement de 3,1% à 46,7 milliards des rentrées de la TVA à l'importation et une diminution de 2% à 25 milliards de celles de la TVA à l'intérieur en liaison avec la hausse des remboursements qui ont atteint 8,9 milliards, au lieu de 6,1 milliards à fin octobre 2018.

¹ La contribution sociale de solidarité sur les bénéfices a été introduite par la loi de finances 2019, applicable aux sociétés soumises à l'IS et payable au titre des années 2019 et 2020.

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

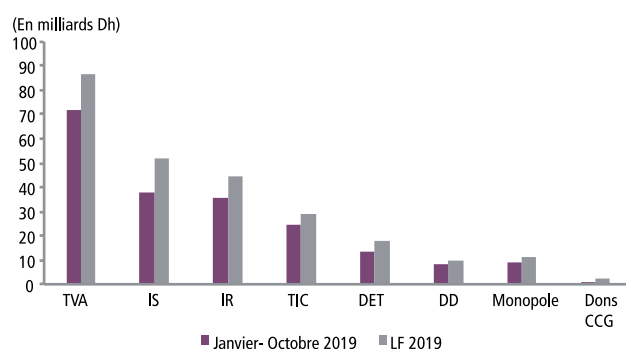
	Janv. oct. 2018	Janv. oct. 2019	Var en %	LF 2019	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	207,5	215,3	3,8	268,0	80,3
Recettes fiscales	189,9	194,8	2,6	246,0	79,2
- Impôts directs	74,6	77,0	3,2	102,7	75,0
Dont I.S	38,7	37,7	-2,5	52,0	72,6
I.R	33,9	35,4	4,4	44,6	79,4
- Impôts indirects	93,9	96,2	2,5	115,8	83,1
TVA*	70,8	71,7	1,2	86,7	82,7
TIC	23,1	24,5	6,3	29,1	84,2
- Droits de douane	8,1	8,05	-1,0	9,4	85,5
- Enregistrement & timbre	13,3	13,6	2,2	18,0	75,2
Recettes non fiscales	15,2	17,7	16,6	18,7	94,3
- Monopoles	7,3	8,9	22,9	11,5	77,9
- Autres recettes	7,9	8,8	10,8	7,3	120,1
dont Dons CCG	0,8	1,1	43,1	2,0	54,8
Recettes des CST	2,4	2,8	17,6	3,3	84,5

* 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 des recettes de la TIC, leur évolution découle des accroissements de 8,2% à 9,4 milliards du produit de la TIC sur les tabacs manufacturés, de 4,6% à 13,6 milliards pour les produits énergétiques et de 10,3% à 1,6 milliard pour les autres TIC.

S'agissant des droits de douane, ils ont drainé 8,1 milliards de dirhams, en diminution de 1%, tandis que les droits d'enregistrement et de timbre ont procuré 13,6 milliards en augmentation de 2,2%.

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, hors privatisation, se sont accrues de 16,6% à 17,7 milliards, soit un taux d'exécution de 94,3%. Cette évolution est attribuable notamment à l'encaissement de 1,1 milliard de dirhams de dons des pays du CCG, contre 766 millions à fin octobre 2018, et de 2,2 milliards au titre des recettes en atténuation de dépenses de la dette, au lieu de 594 millions, ainsi qu'à l'accroissement de 22,9% à 8,9 milliards des recettes de monopoles et participations. Ces dernières ont été versées notamment par l'OCP à hauteur de 2,7 milliards, de l'ANCFCC pour 2 milliards, de Maroc Télécom pour 1,5 milliard et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 782 millions.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies de 5,4% à 259,4 milliards, reflétant des progressions de 4,8% à 207,8 milliards des dépenses ordinaires et de 7,9% à 51,7 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services ont augmenté de 7,1% à 146,4 milliards, résultat de la hausse de 5,2% à 92,6 milliards des dépenses du personnel et de 10,5% à 53,8 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. La progression de ces dernières incorpore des augmentations de 10,4% à 13,8 milliards des transferts à la Caisse Marocaine des Retraites, de 5,9% à 19,8 milliards des versements aux établissements et entreprises publics et de 29,2% à 3,1 milliards de ceux au profit des comptes spéciaux du Trésor. Quant à la masse salariale, elle tient compte de l'accroissement de 3,3% de sa composante structurelle et de 21,8% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

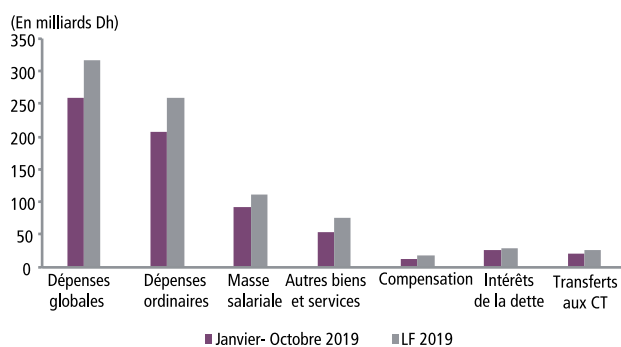
Tableau 4.2 : Evolution et execution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)*

	Janv. oct. 2018	Janv. oct. 2019	Var. en %	LF 2019	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	246,1	259,4	5,4	317,4	81,7
Dépenses ordinaires	198,2	207,8	4,8	259,8	80,0
Biens et services	136,7	146,4	7,1	186,7	78,4
Personnel	88,0	92,6	5,2	112,2	82,6
Autres biens et services	48,7	53,8	10,5	74,6	72,2
Intérêts de la dette	25,1	27,5	9,5	28,7	95,9
Compensation	15,1	12,3	-18,6	18,4	67,0
Transferts aux CT	21,3	21,5	1,2	26,0	82,7
Investissement	47,9	51,7	7,9	57,6	89,7

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

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

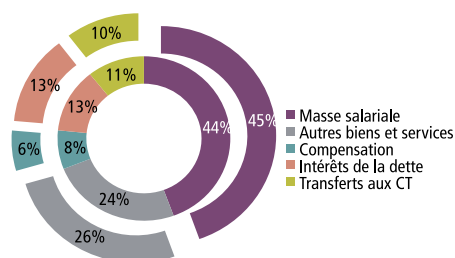
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

En outre, la charge en intérêts de la dette, exécutée à hauteur de 95,9% de la loi de finances, a affiché une augmentation de 9,5% à 27,5 milliards, attribuable à l'accroissement de 10,7% à 24,5 milliards des intérêts sur la dette intérieure, alors que ceux sur la dette extérieure ont stagné à près de 3 milliards.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



Anneau intérieur : Janvier-Octobre 2018

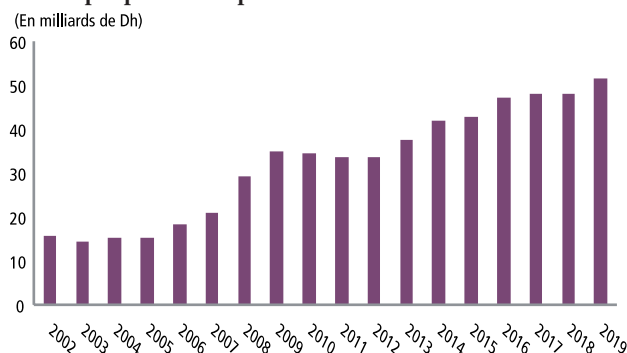
Anneau extérieur : Janvier-Octobre 2019

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

Concernant la charge de compensation, elle s'est allégée de 18,6% à 12,3 milliards, soit un taux d'exécution de 67%. Les données de la Caisse de Compensation (CC) indiquent un repli, à fin octobre 2019, de 20,7% à 7,8 milliards de la charge relative au gaz butane et une légère progression de 0,1% à 2,9 milliards de celle allouée au sucre. Selon la CC, le cours moyen du gaz butane sur le marché international a reculé de 23,7% à 413,3 dollars la tonne en moyenne au cours des dix premiers mois de l'année, et celui du sucre a légèrement augmenté de 0,6% à 291,9 dollars la tonne.

En progression de 7,9%, les dépenses d'investissement se sont élevées à 51,7 milliards, soit un taux d'exécution de 89,7%. Cette évolution est liée à l'accroissement de 1,6% à 31,9 milliards des dépenses des Ministères et de 15,5% à 18,8 milliards des charges communes.

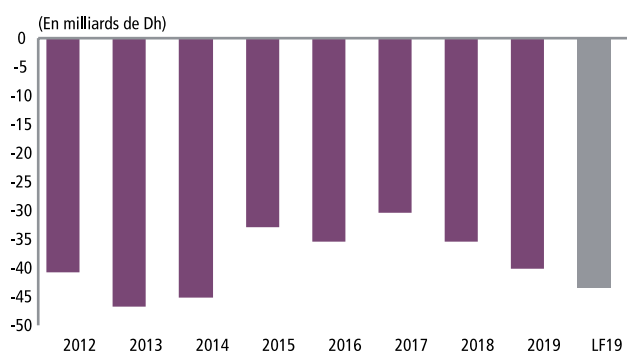
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin octobre



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 à fin octobre 2019, le déficit budgétaire, hors privatisation, est ressorti en creusement de 4,7 milliards à 40 milliards. Le Trésor a réduit son stock de dépenses en instance de paiement d'un montant de 9,1 milliards, au lieu de 2,2 milliards à fin octobre 2018, portant ainsi le déficit de caisse, hors privatisation, à 49,1 milliards, contre 37,5 milliards un an auparavant.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin octobre


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

Ce besoin a été financé par des ressources intérieures d'un montant net de 41,3 milliards, par une recette de privatisation de 4,4 milliards et par des concours extérieurs nets de 3,4 milliards, les tirages extérieurs bruts ayant atteint 10,5 milliards, provenant de la Banque mondiale à hauteur de 8,2 milliards et de la BAD pour 2,3 milliards.

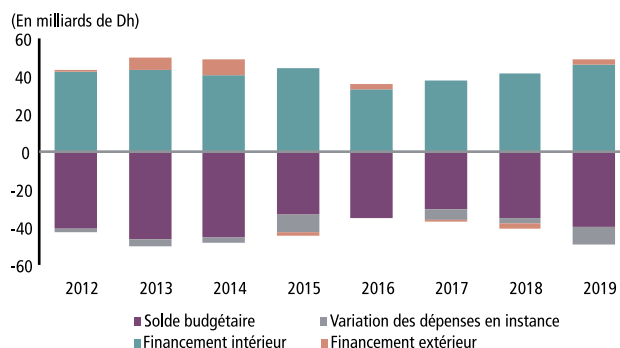
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Janv.-oct. 2018	Janv.-oct. 2019	LF 2019
Solde ordinaire	9,3	7,5	8,2
Solde des CST	3,3	4,1	6,0
Solde primaire	-10,2	-12,5	-14,7
Solde budgétaire	-35,3	-40,0	-43,4
Variation des dépenses en instance	-2,2	-9,1	0,0
Besoin de financement	-37,5	-49,1	-43,4
Financement intérieur	41,2	41,3	19,9
Financement extérieur	-3,6	3,4	18,5
Privatisation	0,0	4,4	5,0

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

S'agissant du financement intérieur, les levées du Trésor sur le marché des adjudications se sont établies à 18,1 milliards, au lieu de 23,9 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes pour les dix premiers mois de 2019 ont été prédominées par les maturités longues, à savoir les bons à 10 ans à hauteur de 12,7 milliards, les bons à 15 ans pour 9,2 milliards, les bons à 20 ans pour 5,2 milliards et les bons à 30 ans pour 1,6 milliard. Quant

aux remboursements nets, ils ont concerné les bons à 2 ans et à 52 semaines pour des montants respectifs de 7,2 milliards et 5,7 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin octobre*


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

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

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles sont demeurées favorables pour les dix premiers mois de 2019, comme en témoigne la baisse des taux moyens pondérés (TMP) par rapport à la même période de 2018. Les replis enregistrés ont atteint 25 points de base (pdb) pour les maturités à 20 ans et à 10 ans, 23 pdb pour celles à 15 ans, 17 pdb pour les bons à 5 ans et 13 pdb pour ceux à 2 ans. En revanche, les TMP appliqués aux bons à 13 semaines et à 26 semaines ont légèrement cru de 1 pdb et 4 pdb respectivement.

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

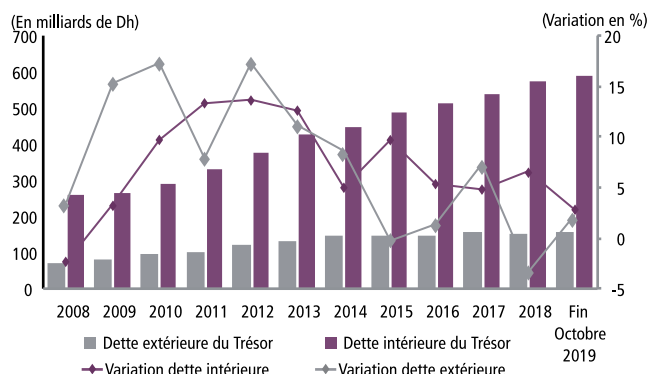
	2014	2015	2016	2017	2018	Fin oct. 2019
Dettes extérieures du Trésor	141,1	140,8	142,8	153,2	148,1	151,4
Var en %	8,7	-0,2	1,4	7,3	-3,4	2,3
Dettes intérieures du Trésor	445,5	488,4	514,7	539,1	574,6	591,1
Var en %	5,0	9,6	5,4	4,8	6,6	2,9
Encours de la dette directe	586,6	629,2	657,5	692,3	722,7	742,5
Var en %	5,8	7,3	4,5	5,3	4,4	2,7

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

* Pour la dette à fin octobre 2019, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Au total, les estimations basées sur les flux de financement font ressortir une hausse de 2,7% de la dette publique directe, par rapport à son niveau à fin décembre 2018. Cette évolution résulte des progressions de 2,9% de la composante intérieure et de 2,3% 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

Au deuxième trimestre 2019, la croissance nationale a légèrement ralenti, revenant à 2,5% contre 2,6% un an auparavant. Cette évolution résulte d'un repli de 2,8%, au lieu d'une hausse de 4,5%, de la valeur ajoutée agricole et d'une accélération de 2,1% à 3,3% du rythme des activités non agricoles. Du côté de la demande, sa composante intérieure a marqué une contribution de 3,4 points de pourcentage, alors que les exportations nettes y ont participé négativement à hauteur de 0,9 point.

Pour le second semestre et au regard des dernières données infra-annuelles disponibles, les activités non agricoles se seraient accélérées à 3,1% après 2,5%, alors que la valeur ajoutée agricole aurait reculé, avec un taux de 5% contre une augmentation de 3,6% une année auparavant, sous l'effet de la baisse de la récolte céréalière. Au total, le rythme de l'activité économique aurait décéléré de 2,9% à 2,5%. S'agissant des projections de la demande, elles tablent sur une progression quasi-inchangée de la consommation des ménages de 3,7%, un ralentissement de 4,2% à 3,4% de celle des administrations publiques et de 6,5% à 3,1% de l'investissement. Quant à la demande extérieure nette, elle aurait continué à contribuer négativement à la croissance.

Sur le marché du travail, l'économie a connu une création nette de 143 mille emplois entre les troisièmes trimestres de 2018 et de 2019 après 201 mille un an auparavant. Par secteur, les activités non agricoles ont enregistré une forte hausse concentrée dans le tertiaire, alors que l'agriculture a accusé une importante perte. Tenant compte d'une entrée nette de 168 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage est passé de 9,3% à 9,4% au niveau national et de 13,1% à 12,7% dans les villes. Concernant le coût du travail, les dernières données disponibles relatives au deuxième trimestre 2019 montrent un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 1,8% en termes nominaux après 0,6% un an auparavant et de 1,6% en termes réels contre une baisse de 2%.

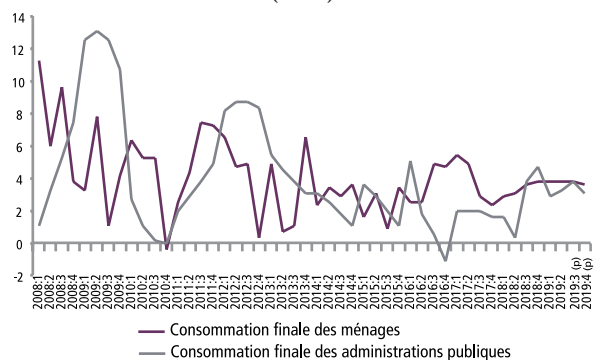
5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Au deuxième trimestre de 2019, les données des comptes nationaux indiquent une accélération de 3,1% à 3,7% de la consommation des ménages, comparativement à la même période de 2018. Sa contribution à la croissance est passée de 1,8 point de pourcentage à 2,1 points.

Au second semestre de l'année en cours, et tenant compte des revalorisations salariales, le rythme de progression de la consommation des ménages se serait situé en moyenne à 3,7%.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour ce qui est de la consommation finale des administrations publiques, son rythme s'est accru de 3,3% au deuxième trimestre au lieu de 0,4%, portant ainsi sa contribution à la croissance à 0,6 point de pourcentage contre 0,1 point à la même période une année auparavant.

Au cours des deux derniers trimestres, cette composante se serait inscrite en ralentissement, revenant de 4,2%,

en moyenne sur le deuxième semestre de l'année précédente, à 3,4% en liaison essentiellement avec la décélération des transferts aux collectivités territoriales et de la charge de compensation.

5.1.2 Investissement

Au deuxième trimestre, le rythme de progression de l'investissement s'est établi à 1,8% contre 2,2%.

Les évolutions récentes des indicateurs conjoncturels laissent entrevoir un ralentissement de son rythme au cours du deuxième semestre à 3,1% après 6,5% une année auparavant. En effet, les crédits immobiliers et ceux à l'équipement ont décéléré de 4,1% à 3,4% et de 4,1% à 3,2%, respectivement, à fin septembre. Dans le même sens, le rythme d'évolution des importations des biens d'équipement est passé à fin septembre à 8,9% contre 10,4% une année auparavant. En outre, le nombre de transactions a enregistré sur les neuf premiers mois de l'année un repli de 1,7%.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre, les exportations nettes de biens et services ont participé négativement à la croissance à hauteur de 0,9 point de pourcentage après une contribution nulle à la même période une année auparavant. Le rythme des exportations des biens et services est revenu de 8,3% à 3,6% et celui des importations de 6,4% à 4,7%.

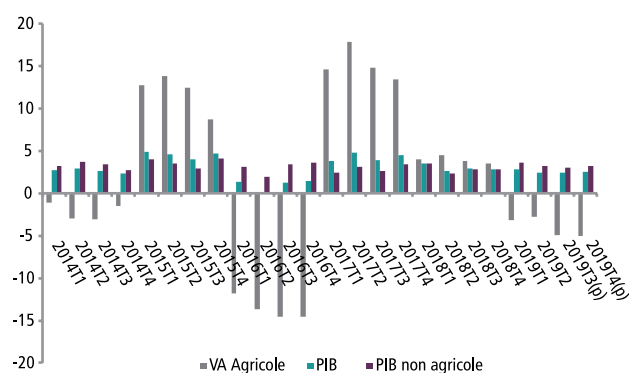
En termes de perspectives, le ralentissement des ventes des phosphates et dérivés ainsi que celles du secteur automobile laissent envisager une décélération du rythme des exportations au deuxième semestre. Parallèlement, les importations auraient ralenti suite notamment au recul des importations des produits énergétiques. Dans ce contexte, la demande extérieure aurait continué à contribuer négativement à la croissance.

5.3 Offre globale

Au deuxième trimestre 2019, la croissance a légèrement ralenti, revenant de 2,6% à 2,5%. Cette évolution reflète un repli de 2,8% au lieu d'une hausse de 4,5% de la valeur ajoutée agricole et un accroissement de 3,3% après 2,1% des activités non agricoles.

Au second semestre, la progression du PIB en volume aurait décéléré à 2,5% au lieu de 2,9% un an auparavant, sous l'effet principalement du recul de la valeur ajoutée agricole de 5% après un accroissement de 3,6%. Le rythme des activités non agricoles se serait, en revanche, accéléré de 2,5% à 3,1%.

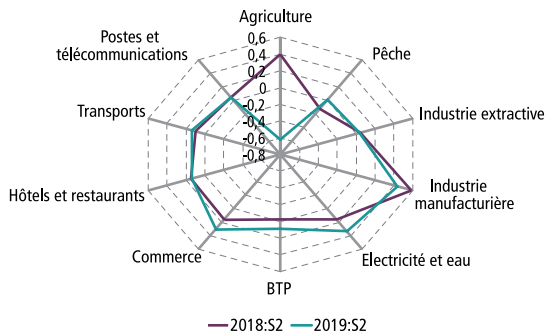
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Sur le plan sectoriel, le secteur secondaire aurait connu une amélioration de la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau » de 11,7% au lieu d'une augmentation de 6,2% un an auparavant, grâce au renforcement des productions d'électricité de sources renouvelables et à l'entrée en service de la centrale thermique de Safi (SAFIEC). De même, celle du BTP aurait affiché une hausse de 1,5% après un repli de 0,4%. En revanche, l'activité aurait connu une décélération de 3,7% à 2,5% pour les industries de transformation et de 2,3% à 1,3% pour celles minières.

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 serait passée de 2,1% à 3,4% pour la branche « commerce », de 2,6% à 3,2% pour les services de transport, et aurait ralenti de 2,3% à 1,9% pour « postes et télécommunications » et de 5,8% à 4,5% pour la branche « hôtels et restaurants ».

Pour l'ensemble de l'année 2019, la croissance aurait affiché une décélération à 2,6% après 3% en 2018, avec une diminution de 4%, après un accroissement de 4%, de la valeur ajoutée agricole et une accélération 2,6% à 3,3% pour les activités non agricoles.

5.4 Marché du travail et capacités de production¹

5.4.1 Activité et emploi

Entre le troisième trimestre 2019 et le même trimestre de 2018, le marché du travail a été marqué par une augmentation de 1,4% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 11,9 millions de personnes. Cette évolution est le résultat d'un accroissement de 3,8% en milieu urbain et d'un repli de 2% en zones rurales. Dans ces conditions, le taux d'activité a poursuivi sa tendance baissière au niveau national à un rythme toutefois moindre, revenant de 45% à 44,9%, alors que dans les villes, il a augmenté de 41,1% à 41,7%.

¹ Le HCP a publié, le 9 octobre 2019, un communiqué relatif à la révision des données de l'enquête nationale sur l'emploi (ENE) diffusées à partir du deuxième trimestre 2018. Celui-ci fait suite au premier communiqué du 7 août, et dans lequel le HCP informe de sa décision de suspendre provisoirement la publication des indicateurs relatifs à l'emploi au niveau régional, les raisons évoquées étant liées à la défaillance de la société privée que le HCP a engagée pour la refonte du mode de collecte des données de l'ENE.

En parallèle, les créations d'emplois se sont élevées à 143 mille postes contre 201 mille une année auparavant. La population active occupée s'est ainsi accrue de 1,3% à 10,7 millions de personnes. Cette évolution est le résultat d'une importante création de 347 mille dans les activités non agricoles qui a plus que compensé la perte de 204 mille emplois dans l'agriculture. Par secteur d'activité, les services ont généré 336 mille postes dont notamment 135 mille emplois dans la branche « commerce et réparation d'automobiles et de motocycles ». Pour sa part, le BTP a créé 37 mille postes, alors que l'industrie y compris l'artisanat a perdu 26 mille emplois.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a enregistré une progression de 2,4% à près de 1,1 million de personnes et le taux de chômage est passé de 9,3% à 9,4% au niveau national et de 13,1% à 12,7% dans les villes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est aggravé de 0,5 point à 26,7% globalement, avec toutefois un recul de 2 points à 39,9% dans les villes.

Parallèlement à la diminution du chômage, le taux de sous-emploi² est revenu de 9,6% à 9,1% au niveau national, de 8% à 7,8% en milieu urbain et de 11,7% à 10,8% en zones rurales.

5.4.3 Productivité et salaires

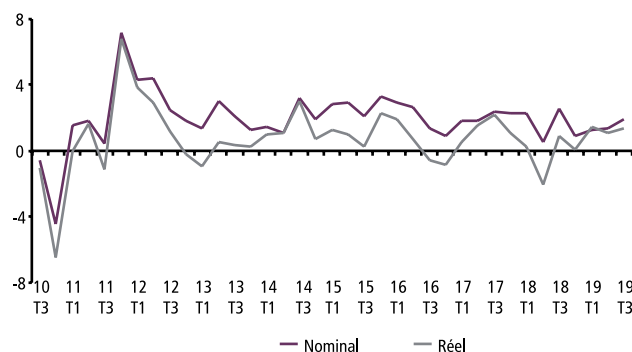
Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail aurait accusé une diminution de 1,7% au troisième trimestre 2019, après celle de 0,3% un an auparavant, traduisant une accélération de 2,6% à 3,1% de la valeur ajoutée et de 2,9% à 4,9% des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, s'est accru de 1,9% en termes nominaux au troisième trimestre 2019 après 2,5% à la

² La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi en raison de l'inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou l'insuffisance du revenu procuré.

même période de l'année précédente et de 1,4% en termes réels contre 0,9%.

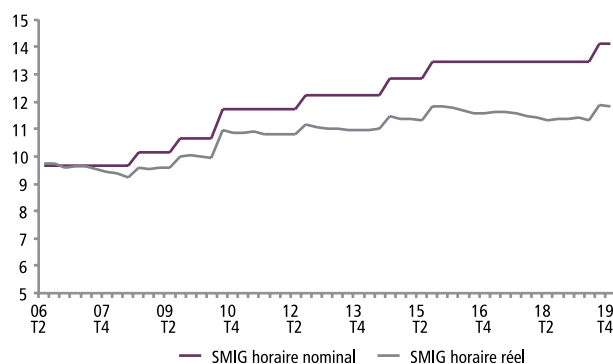
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

S'agissant du SMIG horaire, et suite à sa revalorisation de 5% en juillet 2019 à 14,13 dirhams, il a augmenté en termes réels de 4,5% au troisième trimestre et devrait progresser de 4,3% au quatrième trimestre.

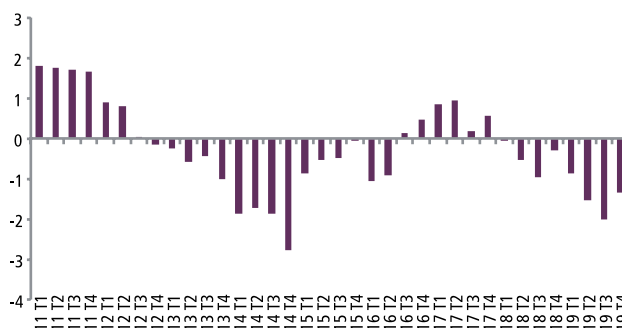
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours des troisième et quatrième trimestres 2019.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T3 2018	T3 2019
Taux d'activité (en %)	45,0	44,9
Urbain	41,1	41,7
Rural	51,9	50,8
Taux de chômage (en %)	9,3	9,4
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	26,2	26,7
Urbain	13,1	12,7
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	41,9	39,9
Rural	3,9	4,5
Créations d'emplois (en milliers)	201	143
Urbain	197	261
Rural	4	-118
Secteurs		
- Agriculture	4	-204
- Industrie y compris l'artisanat	56	-26
- BTP	-20	37
- Services	151	336
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	-0,3	-1,7
	T2 2019	T2 2018
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal 0,6	1,8
	Réel -2,0	1,6

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la politique monétaire, l'inflation s'est accélérée au troisième trimestre 2019, se maintenant toutefois à un niveau faible de 0,5% après 0,2% un trimestre auparavant. Cette évolution s'est poursuivie en octobre où l'inflation a atteint 0,7%, portée par le renchérissement de 2,9%, au lieu de 0,2% au troisième trimestre, des produits alimentaires à prix volatils qui a plus que contrebalancé le ralentissement de 0,6% à 0,3% de l'inflation sous-jacente. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont accusé une baisse de 3,6% en octobre après celle de 3,3% en moyenne entre juillet et septembre et les tarifs des produits réglementés ont progressé au même rythme que le trimestre précédent, soit 1,6%.

A court terme, l'inflation devrait s'inscrire de nouveau en hausse pour s'établir à 0,7% au quatrième trimestre, portant sa moyenne annuelle au titre de l'année 2019 à 0,3%. Sa composante sous-jacente devrait osciller autour de 0,3%.

6.1 Evolution de l'inflation

La tendance haussière de l'inflation observée depuis le deuxième trimestre 2019 s'est prolongée, confirmant les prévisions publiées en septembre dernier. L'inflation a, en effet, atteint 0,7% en octobre après 0,5% au troisième trimestre, portant sa moyenne sur les dix premiers mois de 2019 à 0,3%. Cette accélération est liée exclusivement à la progression de 2,9% en octobre, au lieu de 0,2% entre juillet et septembre, des prix des produits alimentaires à prix volatils qui a plus que compensé la baisse de l'inflation sous-jacente à 0,3% après 0,6%. L'accentuation du repli des prix des carburants et lubrifiants à 3,6% contre 3,3% un trimestre auparavant, consécutivement au tassement des cours internationaux des produits pétroliers, n'a eu qu'un effet limité sur l'inflation. Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont évolué à un rythme inchangé, soit 1,6%.

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

Après leur baisse au cours de la première moitié de l'année, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont progressé de 0,2% au troisième trimestre avant d'enregistrer une hausse de 2,9% en octobre. Cette évolution est attribuable au renchérissement de 19% après 13,2% des légumes frais et de 3,5%, au lieu d'un repli de 2,5%, des fruits frais, ainsi qu'à l'atténuation

de la baisse des prix des œufs de 6,7% à 1,2%. En revanche, les prix des poissons frais ont reculé de 0,8% contre une augmentation de 0,9% le trimestre précédent.

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

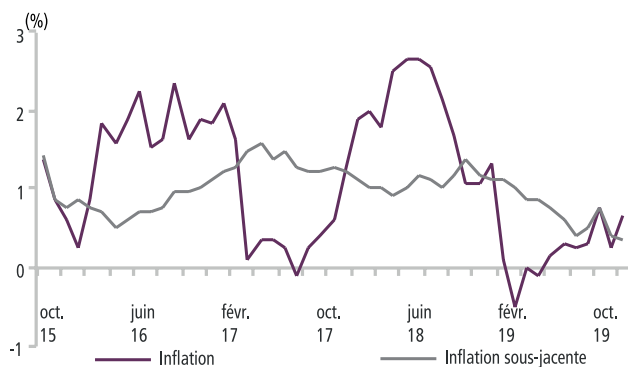
(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	août 19	sept. 19	oct. 19	août 19	sept. 19	oct. 19
Inflation	0,3	-0,2	0,3	0,8	0,3	0,7
- Produits alimentaires à prix volatils	1,3	-2,9	1,7	1,7	-0,5	2,9
- Carburants et lubrifiants	-0,3	-1,4	2,5	-2,9	-4,5	-3,6
- Produits réglementés	0,1	0,0	0,1	1,6	1,6	1,6
Inflation sous-jacente	0,3	-0,3	-0,1	0,8	0,4	0,3
- Produits alimentaires	0,6	-0,3	-0,2	-0,6	-1,0	-1,0
- Articles d'habillement et chaussures	0,2	0,4	0,4	1,0	1,1	1,4
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,3	0,1	0,1	1,8	1,6	1,7
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,3	0,2	-0,4	1,2	1,3	0,7
- Santé ¹	0,4	0,0	0,5	4,2	4,0	4,2
- Transport ²	0,6	0,2	-0,4	1,1	0,8	0,4
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,2
- Loisirs et cultures ¹	0,1	0,2	0,0	1,9	2,1	2,1
- Enseignement	0,0	2,0	0,3	3,4	2,1	2,3
- Restaurants et hôtels	0,3	0,1	0,3	1,2	1,1	1,4
- Biens et services divers ¹	0,1	0,1	0,2	0,7	0,7	0,8

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

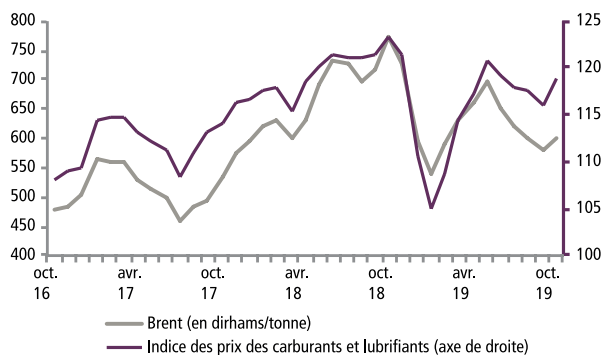
Sources : HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

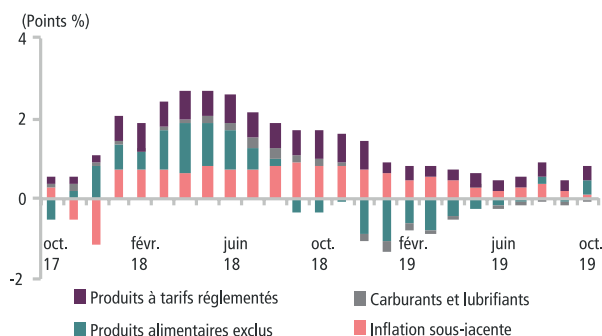
Graphique 6.3 : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

En somme, la contribution de la composante alimentaire à prix volatils à l'inflation ressort à 0,4 point en octobre contre 0,1 point au troisième trimestre et -0,5 point au cours des six premiers mois de 2019.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

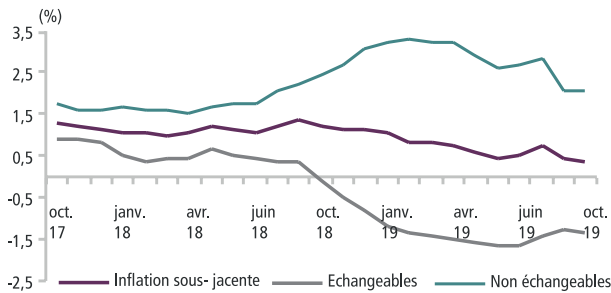
S'agissant des carburants et lubrifiants, ils ont vu leur prix baisser de 3,6% en octobre après 3,3% en moyenne durant le troisième trimestre en lien avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers. Le prix du Brent est, en effet, revenu à 59,4\$/bl en octobre après 61,9\$/bl un trimestre auparavant.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont progressé à un rythme inchangé durant cette période, soit 1,6%, maintenant ainsi leur contribution à l'inflation à 0,4 point de pourcentage depuis le début de l'année au lieu de 0,7 point en moyenne une année auparavant.

6.1.2 Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente a de nouveau ralenti, revenant de 0,6% au troisième trimestre à 0,3% en octobre, soit le niveau le plus bas enregistré depuis octobre 2010. Sa décélération est imputable particulièrement à l'accroissement de la baisse des prix de sa composante alimentaire à 1% en octobre après 0,9% le trimestre précédent et à la décélération des prix de la rubrique enseignement de 2,9% à 2,3% en octobre.

La décomposition du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que ce ralentissement résulte de la décélération de l'inflation des non échangeables qui a plus que contrebalancé l'atténuation de la baisse des prix des produits échangeables.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

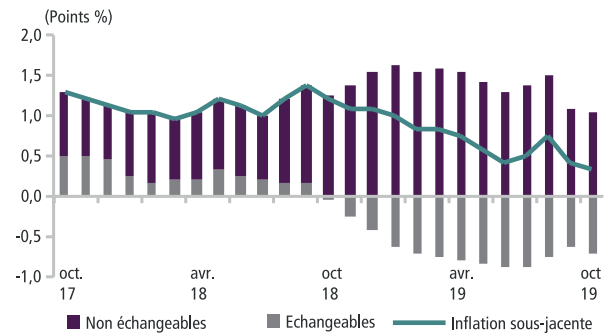
En effet, le rythme de progression des prix des biens non échangeables est revenu à 2% en octobre contre 2,5% en moyenne au troisième trimestre, en lien particulièrement avec la décélération de 4,4% à 3,1% du rythme d'accroissement des prix des viandes fraîches. Leur contribution à l'inflation sous-jacente s'étant établie à 1,1 point de pourcentage en octobre contre 1,4 point au trimestre précédent.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 19	sept. 19	oct. 19	août 19	sept. 19	oct. 19
Biens échangeables	0,1	0,2	-0,1	-1,4	-1,3	-1,3
Biens non échangeables	0,6	0,1	0,0	2,8	2,0	2,0
Inflation sous-jacente	0,3	-0,3	-0,1	0,8	0,4	0,3

Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des prix des biens échangeables, ils ont de nouveau reculé à 1,3% après 1,5% entre juillet et septembre maintenant toutefois leur contribution à l'inflation sous-jacente à -0,6 point de pourcentage.

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

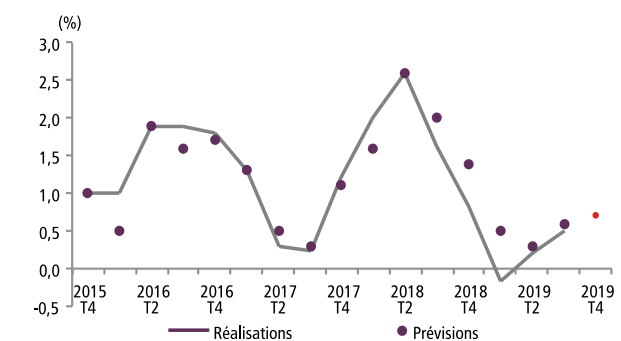
Sources : HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

Au quatrième trimestre 2019, l'inflation devrait s'établir à 0,7%, après 0,5% un trimestre auparavant, portée par la hausse prévue du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils. Ces derniers devraient, en effet, progresser de 1,5% au lieu de 0,2% le trimestre passé.

Dans le même sens, la baisse des prix des carburants et lubrifiants se limiterait à 0,9% après 3,3% le trimestre précédent alors que les tarifs des produits réglementés évolueraient à un rythme quasi identique à celui observé au troisième trimestre.

L'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale de l'inflation, devrait quant à elle osciller autour de 0,3% au cours du prochain trimestre.

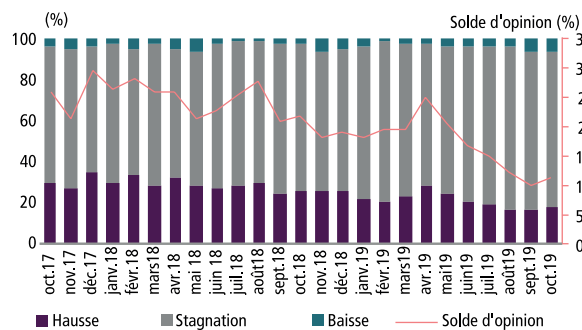
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation

Source : BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'octobre 2019, font ressortir une légère augmentation de la proportion des industriels prévoyant une hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois à 18%. Pour sa part, le pourcentage de ceux qui tablent sur une stagnation de l'inflation demeure élevé, se situant à 75%, alors que seuls 7% anticipent une baisse.

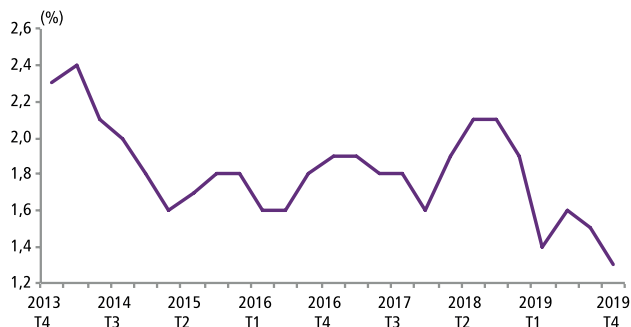
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relative au quatrième trimestre 2019 indiquent que les experts financiers anticipent, une inflation de 1,3% sur l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 1,5% le trimestre précédent.

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



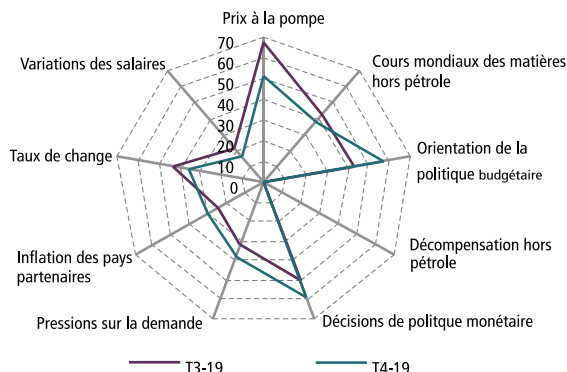
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

Ces derniers considèrent que la tendance future de l'inflation devrait être déterminée principalement par les décisions de la politique monétaire, l'orientation de

la politique budgétaire ainsi que l'évolution des prix à la pompe.

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



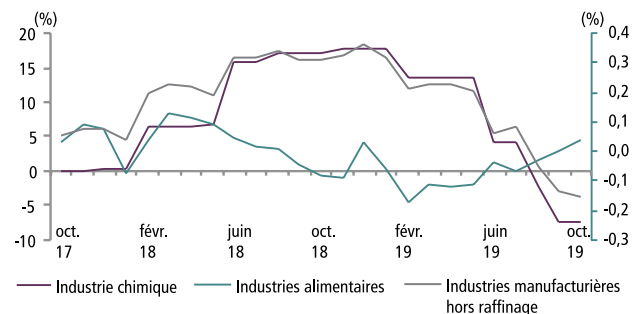
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Après avoir progressé de 2,1% en moyenne au cours des deux premiers trimestres de 2019, les prix à la production des industries manufacturières se sont inscrits en baisse, reculant, en glissement annuel, de 0,4% au troisième trimestre et de 1,5% en octobre. Leur progression moyenne sur les dix premiers mois a été ainsi ramenée à 1% au lieu de 2,5% sur la même période de l'année précédente.

La baisse plus prononcée en octobre est liée exclusivement à l'accroissement du repli à 7,4% au lieu de 1,8%, des prix à la production de l'industrie chimique qui a plus que compensé l'augmentation de 0,4%, au lieu d'une baisse de 0,4% au trimestre précédent, des prix à la production des industries alimentaires.

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 enregistrerait cette année le rythme le plus faible observé depuis 2009. La persistance des incertitudes entourant les échanges commerciaux et les tensions politiques et géopolitiques pèsent sur l'investissement des entreprises et le secteur manufacturier et induisent une baisse des échanges commerciaux. A moyen terme, la croissance mondiale devrait s'améliorer graduellement, soutenue en particulier par des conditions monétaires toujours accommodantes.

Aux Etats-Unis, la croissance a connu une modération de son rythme cette année, avec la dissipation de l'effet des mesures de relance budgétaire et les retombées négatives des tensions commerciales, et devrait poursuivre sa décélération en 2020 avant de se raffermir en 2021, soutenue particulièrement par l'assouplissement de la politique monétaire. Dans la zone euro, avec la montée des risques baissiers internes, notamment les difficultés du secteur manufacturier en Allemagne, les fondamentaux économiques de la région se sont affaiblis. La croissance devrait terminer l'année en net ralentissement avant de se redresser graduellement à moyen terme, bénéficiant des conditions favorables d'octroi de crédit et de la reprise attendue de la demande extérieure. Sur le marché du travail, les conditions devraient rester favorables, avec une poursuite du recul du chômage dans la zone euro et une légère augmentation aux Etats-Unis. Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine devrait nettement ralentir pour s'établir à un niveau légèrement au-dessus de 6%, tandis qu'en Inde, elle connaîtrait un fléchissement cette année avant de s'accélérer à moyen terme, supportée par les mesures de soutien budgétaire et monétaire mises en œuvre.

Sur le marché des matières premières, les inquiétudes entourant la croissance mondiale ont particulièrement pesé sur les cours. Le prix du Brent finirait l'année en nette baisse et devrait se maintenir légèrement au-dessus de 60 USD/bl à moyen terme. Par ailleurs, après une sensible diminution prévue cette année, les cours des engrais phosphatés connaîtraient une augmentation à moyen terme, tandis que le prix du phosphate brut devrait poursuivre sa hausse.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes se sont globalement modérées. L'inflation convergerait lentement vers l'objectif de la BCE dans la zone euro et retrouverait graduellement des taux proches de celui de la FED aux Etats-Unis.

Au niveau national, après un creusement à 5,5% du PIB en 2018, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 4,6%. Il s'allégerait davantage à 3,7% en 2020 et à 2,9% en 2021, reflétant notamment l'amélioration prévue des ventes de la construction automobile. En ce qui concerne les recettes d'IDE, et après avoir enregistré un niveau exceptionnel en 2018 suite à une opération de cession dans le secteur des assurances, elles devraient se situer à un niveau équivalent à près de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous les hypothèses, inchangées par rapport à l'exercice de septembre, d'entrées de dons CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020 et d'une sortie à l'international du Trésor pour un montant de 11,7 milliards de dirhams en 2020, l'encours des RIN devrait se renforcer à 240,7 milliards en 2019, à 242,7 milliards en 2020 et à 248,2 milliards en 2021, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

Les conditions monétaires restent globalement appropriées, en dépit d'un léger resserrement lié à la hausse des taux débiteurs et à l'appréciation du TCER. En effet, après plusieurs baisses consécutives, le taux débiteur moyen a marqué une hausse trimestrielle de 11 points de base à 5,09% au troisième trimestre 2019, tirée par celle des taux assortissant les crédits immobiliers. Pour sa part, le taux de change effectif réel finirait l'année 2019 en appréciation et devrait connaître une certaine stabilité en 2020 et en 2021. Par ailleurs, la croissance du crédit au secteur non financier s'établirait à 4% en 2019, avant de s'accélérer à 4,7% en 2020 et à 5% en 2021.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait se situer à 4,1% du PIB en 2019, avant de s'alléger à 3,8% en 2020, prévisions inchangées par rapport à celles de l'exercice de septembre. Ces projections tiennent compte notamment des réalisations à fin octobre 2019 et des prévisions du PLF 2020. En 2021, le déficit devrait poursuivre son atténuation à 3,5% du PIB.

Après un taux de 3% enregistré en 2018, la croissance devrait de nouveau décélérer à 2,6% en 2019, en légère révision à la baisse par rapport aux projections de septembre. Ce ralentissement résulte d'une diminution prévue de 4% de la valeur ajoutée agricole, tandis que la valeur ajoutée non agricole poursuivrait son amélioration à un rythme de 3,3%, après 2,6% enregistré un an auparavant. A moyen terme, elle devrait s'accélérer à 3,8% en 2020 et se consolider à 3,7% en 2021, résultat d'une amélioration de 6,2% et de 3% respectivement de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles normales, et d'un raffermissement prévu de la croissance de la valeur ajoutée non agricole à 3,5% puis à 3,7%.

Dans ce contexte de faibles pressions inflationnistes d'origine aussi bien interne qu'externe, l'inflation devrait nettement ralentir revenant de 1,9% en 2018 à 0,3% en 2019, traduisant notamment un recul des prix des produits alimentaires à prix volatils et un affaiblissement de l'inflation sous-jacente, lui-même lié à la baisse des prix des produits alimentaires qui y sont inclus. A moyen terme, elle devrait se redresser à 1,1% en 2020 et à 1,4% en 2021, reflétant notamment une accélération de sa composante fondamentale sous l'effet de l'amélioration attendue de la demande intérieure et de la dissipation prévue de l'appréciation du taux de change effectif réel.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

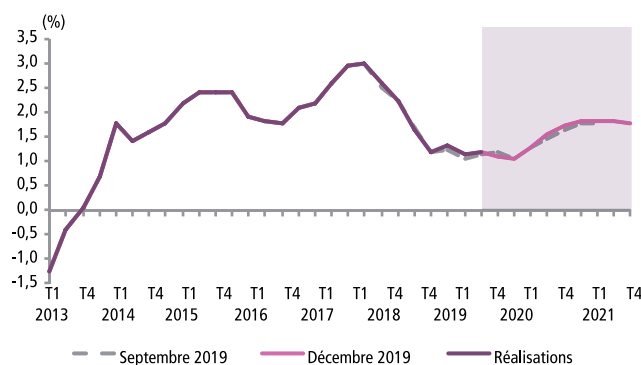
Fort ralentissement de la croissance mondiale en 2019 et perspectives incertaines

L'économie mondiale enregistrerait cette année le rythme le plus faible observé depuis 2009. La persistance des incertitudes entourant les échanges commerciaux et les tensions politiques et géopolitiques pèsent sur l'investissement des entreprises et le secteur manufacturier et induisent une baisse des échanges commerciaux. A moyen terme, la croissance mondiale devrait s'améliorer graduellement, soutenue en particulier par des conditions monétaires toujours accommodantes.

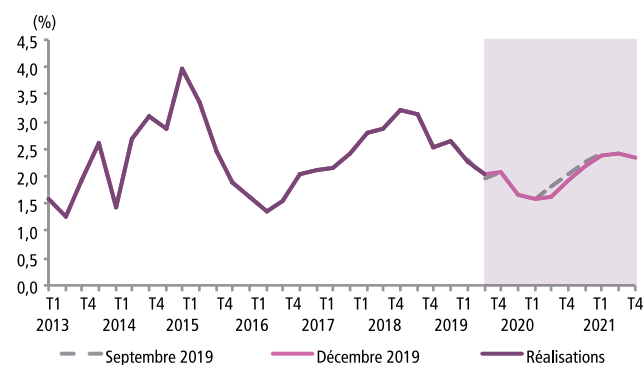
Aux Etats-Unis, la croissance terminerait l'année 2019 en décélération à 2,3%, après s'être établie à 2,9% en 2018, avec la dissipation des effets des mesures de relance budgétaire adoptées en 2018 et les retombées négatives des incertitudes liées au commerce sur l'investissement. Elle devrait de nouveau ralentir à 1,7% en 2020 avant de revenir à 2,3% en 2021, soutenue particulièrement par l'assouplissement de la politique monétaire de la FED. Dans la zone euro, tenant compte de la montée des risques baissiers internes, notamment les défis auxquels fait face le secteur manufacturier en Allemagne, les fondamentaux économiques de la région se sont affaiblis. La croissance ralentirait nettement de 1,9% en 2018 à 1,2% cette année avant de se redresser à 1,4% en 2020 puis à 1,8% en 2021, soutenue notamment par les conditions favorables d'octroi de crédit et la reprise attendue de la demande extérieure. Certains facteurs internes, notamment les modalités des accords commerciaux futurs avec le Royaume-Uni, pourraient, toutefois, freiner la reprise de l'investissement et de l'activité économique dans la région. Paradoxalement, les conditions sur les marchés du travail devraient rester favorables, avec une poursuite du recul du chômage dans la zone euro et une légère augmentation aux Etats-Unis.

Dans les principaux pays émergents, la croissance décélérerait en 2019 et devrait globalement se redresser à moyen terme. En Chine en particulier, la croissance devrait nettement ralentir pour se situer à un niveau légèrement supérieur à 6%, impactée par l'affaiblissement de la demande intérieure et les tensions commerciales. En Inde, la croissance connaîtrait un fléchissement cette année, reflétant un ralentissement de la demande aussi bien intérieure qu'extérieure. A moyen terme, elle devrait s'accélérer à un rythme qui dépasserait 7%, supportée par les mesures de soutien budgétaire et monétaire mises en place. Au Brésil, après la décélération prévue cette année, la croissance s'améliorerait sur le reste de l'horizon de prévision, avec la mise en œuvre prévue des réformes budgétaires.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



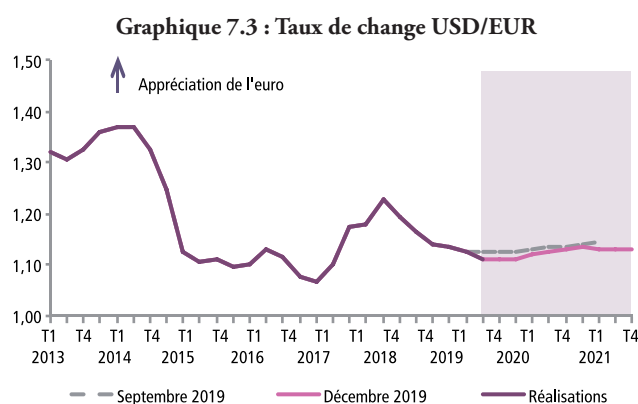
Source : GPMN¹, novembre 2019.

¹ Global Projection Model Network.

Assouplissement des politiques monétaires et affaiblissement de l'euro face au dollar

Dans un contexte de tensions politiques et géopolitiques accrues et des incertitudes entourant le commerce mondial, l'euro se déprécierait de 1,18 dollar en 2018 à 1,12 dollar en 2019 et oscillerait autour de ce niveau à moyen terme.

Parallèlement, face aux signes d'affaiblissement de l'activité et à la multiplication des risques baissiers entourant ses perspectives, de nombreuses banques centrales ont assoupli leurs politiques monétaires. En particulier, la BCE a décidé lors de la réunion de son Conseil du 12 du mois courant de maintenir ses taux d'intérêt directeurs inchangés et a réitéré qu'elle s'attend à ce qu'ils restent à leurs niveaux actuels ou à des niveaux inférieurs jusqu'à ce que l'inflation converge durablement vers des niveaux suffisamment proches de son objectif et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente. Pour sa part, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 10 et 11 du mois courant de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [1,5% ; 1,75%].



Source : GPMN, novembre 2019.

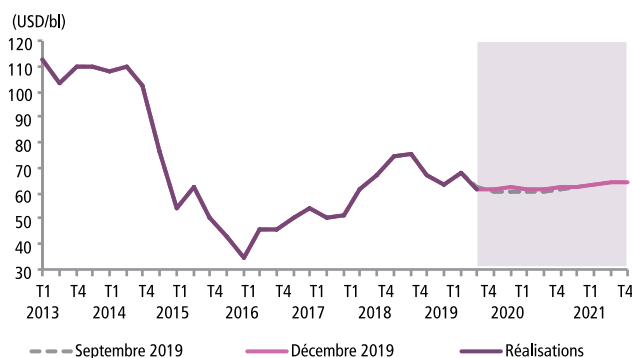
Un cours du Brent légèrement au-dessus de 60 USD/bl

Sur le marché du pétrole, les cours restent orientés par les inquiétudes quant au ralentissement de la demande mondiale et les perturbations de la production. La perception volatile des marchés de l'avancement des négociations commerciales sino-américaines a également induit des variations marquées des prix des produits énergétiques. Pour le Brent en particulier, son cours finirait l'année à 63,7 USD/bl en moyenne, en baisse de 10,4%. Celui-ci diminuerait de nouveau à 62 USD/bl en 2020 avant de revenir à 63,8 USD/bl en 2021.

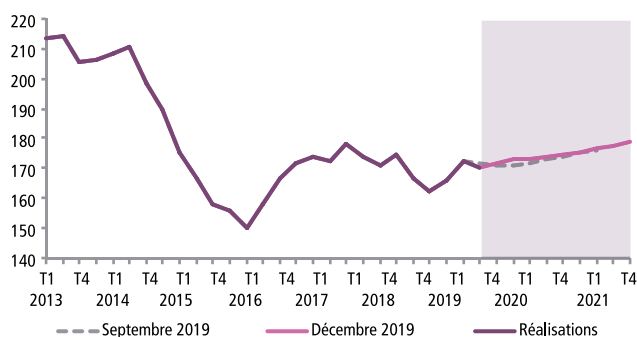
S'agissant des dérivés du phosphate, leurs cours se sont globalement orientés à la baisse, traduisant aussi bien une faible demande, notamment de la Chine suite à la politique de croissance zéro de l'utilisation des fertilisants, une augmentation de l'offre du Maroc et de l'Arabie Saoudite ainsi qu'une réduction des coûts des intrants. Leurs perspectives ont été ainsi sensiblement ajustées à la baisse par la Banque mondiale en octobre. Le cours du DAP en particulier finirait l'année 2019 à 314 USD/t en moyenne, en net recul de 20,2%, avant d'enregistrer des hausses à moyen terme, compte tenu de la reprise modérée prévue de la demande et de la réduction de l'offre principalement de la Chine. Par ailleurs, l'indice des prix des produits alimentaires terminerait l'année 2019 en légère hausse de 1,2%, après avoir baissé de 3,5% en 2018. A moyen terme, il devrait poursuivre sa hausse, à des rythmes toutefois modérés.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes se sont globalement modérées. Aux Etats-Unis, l'inflation décélérerait à 1,8%, après s'être établie à 2,4% en 2018, puis s'accélérait à 2,3% en 2020 et à 2,5% en 2021, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la FED. Dans la zone euro, elle passerait de 1,8% en 2018 à 1,2% en 2019 puis à 1,1% en 2020, avant de s'accélérer à 1,4% en 2021.

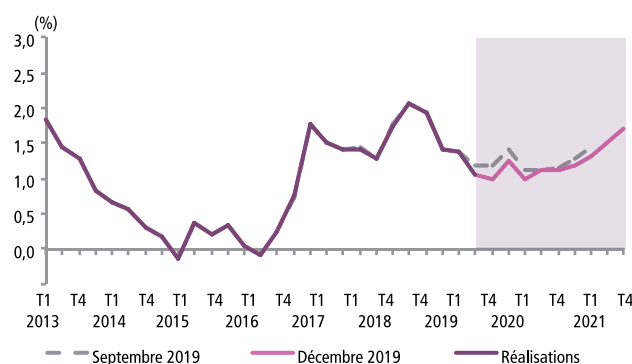
Graphique 7.4 : Prix du Brent



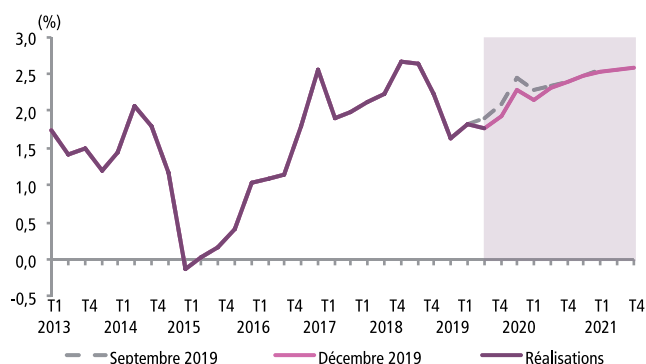
Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2002-2004=100)



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2019.

Une production céréalière de 52 millions de quintaux en 2019 et récoltes moyennes attendues en 2020 et en 2021

Au niveau national, la récolte céréalière au titre de la campagne 2018-2019 s'est située selon les estimations du Ministère de l'Agriculture à 52 MQx, en recul de 49% par rapport à la campagne précédente et de 37% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. S'agissant des autres cultures, leur production aurait connu globalement une bonne performance, avec notamment une augmentation de 15% pour les agrumes, de 22% pour les olives et de près de 3% pour les cultures maraîchères.

A moyen terme, les hypothèses d'une production céréalière moyenne de 80 MQx et de la poursuite des performances tendancielles des autres cultures ont été retenues au titre des campagnes de 2019-2020 et de 2020-2021.

7.2 Projections macroéconomiques

Allègement du déficit du compte courant sur l'horizon de prévision

Après un creusement à 5,5% du PIB en 2018, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 4,6%. Il s'allégerait davantage à 3,7% en 2020 et à 2,9% en 2021, reflétant essentiellement l'amélioration prévue des ventes de la construction automobile et la baisse de la facture énergétique en 2020.

En 2019, la croissance des importations décollerait à 2,4% après 9,9% en 2018, sous l'effet principalement d'une diminution de la facture énergétique et d'un ralentissement de la croissance des acquisitions de biens d'équipement. Quant aux exportations, elles devraient progresser de 3,8%, après 10,7% en 2018, en relation notamment avec un repli des ventes des phosphates et dérivés. En parallèle, les recettes de voyage s'amélioreraient de 4,8% après 1,3% en 2018, et les transferts des MRE devraient enregistrer une quasi-stabilité après une baisse de 1,5%.

En 2020, les exportations devraient connaître une accélération de leur rythme de progression à 9,5%, tirée principalement par une augmentation des ventes de la construction automobile, elle-même liée à la hausse prévue de la production de l'usine PSA à 100 mille voitures. Le rythme des importations devrait s'accélérer à 4,1%, en lien avec une atténuation de la diminution de la facture énergétique. Pour leur part, les recettes de voyage et les transferts des MRE devraient s'améliorer de 3,2% et de 1,7% respectivement.

En 2021, les importations augmenteraient de 5,1%. Le rythme des exportations se consoliderait à 8,6%, avec notamment la poursuite de la dynamique de l'industrie automobile. Quant aux recettes de voyage et aux transferts des MRE, ils devraient enregistrer des hausses de 3,8% et de 2,2%.

Concernant les IDE, après des recettes exceptionnelles en 2018 liées en grande partie à l'opération de cession de la société SAHAM, ils devraient se stabiliser à un niveau équivalent à près de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous les hypothèses, inchangées par rapport à l'exercice de septembre, d'entrées de dons CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020 et d'une sortie à l'international du Trésor pour un montant de 11,7 milliards de dirhams en 2020, l'encours des RIN devrait se renforcer à 240,7 milliards en 2019, à 242,7 milliards en 2020 et à 248,2 milliards en 2021, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020
Exportations de biens (FOB)	8,6	3,5	10,3	10,7	3,8	9,5	8,6	-0,1	1,1
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,9	2,4	4,1	5,1	-1,1	1,5
Recettes de voyage	-1,4	5,0	12,3	1,3	4,8	3,2	3,8	0,3	0,0
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	0,1	1,7	2,2	-1,4	-1,9
Solde du compte courant (en % PIB)	-2,1	-4,1	-3,4	-5,5	-4,6	-3,7	-2,9	0,5	-0,1
Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services	6,0	6,3	5,6	5,2	5,2	5,0	5,0	0,0	-0,1

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Poursuite de l'amélioration graduelle du rythme du crédit bancaire au secteur non financier

Le taux de change effectif réel (TCER) terminerait l'année 2019 en appréciation, l'écart d'inflation en faveur du Maroc ne devant que partiellement contrebalancer le renforcement attendu du dirham face notamment à l'euro et au yuan chinois. Cette appréciation devrait s'atténuer en 2020, résultat de la modération de l'appréciation du dirham face à l'euro, avant de s'inverser légèrement en 2021.

Suite notamment à la décision d'abaisser le taux de la réserve monétaire de 4% à 2%, le déficit de liquidité devrait s'atténuer de 69 milliards de dirhams à fin 2018 à 64,9 milliards à fin 2019. Tenant compte également des évolutions prévues des réserves internationales nettes et de la monnaie fiduciaire, il devrait s'accroître à 82 milliards et à 96,8 milliards au terme de 2020 et de 2021 respectivement. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il devrait connaître une amélioration graduelle, avec une croissance avoisinant 4% en 2019, 4,7% en 2020 et 5% en 2021. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la progression de l'agrégat M3 devrait se situer à 4,5% en 2019, à 4,4% en 2020 puis à 4,7% en 2021.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020
Crédit bancaire au secteur non financier	0,3	3,9	3,8	3,1	4,0	4,7	5,0	0,3	0,0
M3	5,7	4,7	5,5	4,1	4,5	4,4	4,7	0,0	0,4
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-16,5	-14,7	-40,9	-69,0	-64,9	-82,0	-96,8	12,7	14,0

Etalement du processus de la consolidation budgétaire

Le déficit budgétaire devrait s'établir à 4,1% du PIB en 2019, prévision inchangée par rapport à l'exercice précédent tenant compte notamment des réalisations à fin octobre 2019.

En 2020, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 3,8% du PIB, soit une prévision inchangée par rapport à celle communiquée en septembre. Des révisions ont été toutefois opérées sur la base des éléments du PLF 2020, tenant compte d'une programmation des dépenses plus élevée par rapport à ce qui a été prévu et d'une prévision de 12 milliards de dirhams au titre des mécanismes de financements innovants. L'investissement a été ajusté légèrement à la hausse, alors que la charge de compensation du gaz butane devrait être stabilisée par le mécanisme d'assurance internationale.

En 2021, le déficit budgétaire s'allégerait à 3,5% du PIB, recouvrant un maintien de la performance des recettes fiscales, une hypothèse d'un recours aux financements innovants des investissements, ainsi qu'une décélération du rythme de progression des dépenses de fonctionnement.

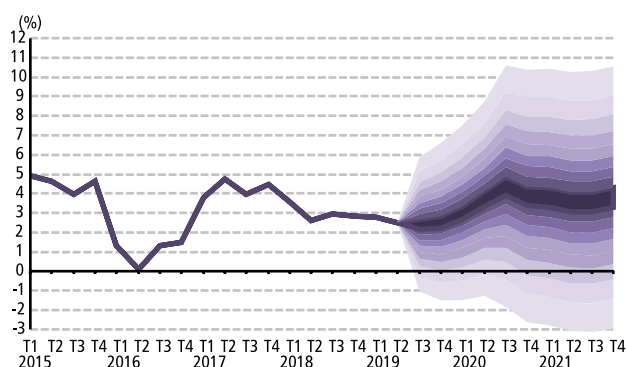
Poursuite de l'amélioration des activités non agricoles

La croissance devrait de nouveau décélérer en 2019, s'établissant à 2,6% après 3% en 2018 et 4,2% en 2017. Ce ralentissement résulte d'une diminution prévue de 4% de la valeur ajoutée agricole, en atténuation

comparativement aux projections de septembre tenant compte des réalisations supérieures aux attentes au titre du T2-2019 et des nouvelles données annoncées par le Ministère de l'Agriculture. De son côté, la valeur ajoutée non agricole poursuivrait son amélioration, son rythme devant passer de 2,6% en 2018 à 3,3%. Cette prévision a été revue à la baisse de 0,3 point de pourcentage tenant compte des indicateurs à haute fréquence. Du côté de la demande, cette évolution refléterait une diminution de la contribution positive de la demande intérieure, sous l'effet d'un ralentissement du rythme d'accroissement de l'investissement, la participation négative des exportations nettes devant toutefois connaître une atténuation, attribuable à une nette modération du rythme des importations de biens et services.

A moyen terme, la croissance devrait s'accélérer à 3,8% en 2020 et se consolider à 3,7% en 2021, reflétant une amélioration de 6,2% et de 3% respectivement de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles normales. Pour sa part, la croissance de la valeur ajoutée non agricole devrait poursuivre son amélioration à 3,5% en 2020 puis à 3,7% en 2021. Du côté de la demande, la croissance resterait portée par la demande intérieure qui maintiendrait sa vigueur, dans le sillage notamment d'une inflation modérée et de la revalorisation salariale. Les exportations nettes maintiendraient, de leur côté, une participation négative à la croissance, quoiqu'en atténuation d'une année à l'autre en lien particulièrement avec la reprise graduelle attendue de la demande étrangère.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2019-T4 2021), en glissement annuel *



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

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020
Croissance nationale	4,5	1,1	4,2	3,0	2,6	3,8	3,7	-0,1	0,0
VA agricole	11,9	-13,7	15,2	4,0	-4,0	6,2	3,0	0,7	-0,1
VA non agricole	1,8	2,1	2,9	2,6	3,3	3,5	3,7	-0,3	-0,1
Impôts sur les produits nets des subventions	18,1	8,8	3,1	4,6	2,7	3,0	3,1	0,0	0,0

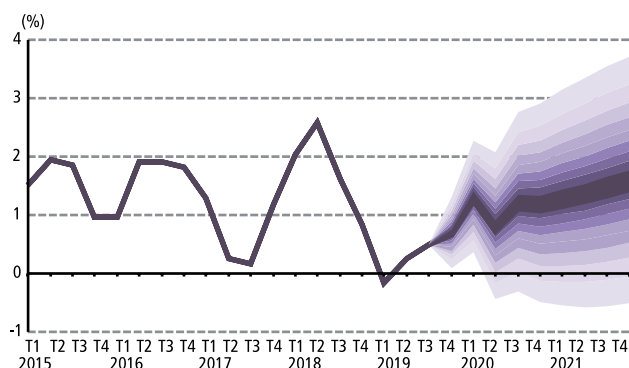
Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Niveaux modérés de l'inflation sur l'horizon de prévision, après une nette décélération prévue en 2019

Dans un contexte de faibles pressions inflationnistes d'origine aussi bien interne qu'externe, l'inflation devrait nettement ralentir, passant de 1,9% en 2018 à 0,3% en 2019, taux en légère révision à la baisse par rapport aux projections de septembre, tenant compte des réalisations en deçà des attentes enregistrées entre août et octobre. Par composante, ces évolutions reflèteraient une diminution des prix des produits alimentaires à prix volatils et un affaiblissement de l'inflation sous-jacente. Cette dernière s'est, en effet, établie à un niveau faible de 0,7% en moyenne au cours des dix premiers mois de l'année, en lien principalement avec un net reflux des prix des huiles, et devrait finir l'année à 0,6% en moyenne après 1,1% un an auparavant. En outre, la hausse des prix des produits réglementés devrait décélérer. Enfin, et après la hausse de 2018, les prix des carburants et lubrifiants devraient baisser en ligne avec la diminution des prix du pétrole à l'international.

A moyen terme, l'inflation augmenterait, sous l'hypothèse de la dissipation graduelle des chocs temporaires survenus en 2019. Elle connaîtrait, en effet, une accélération à 1,1% en 2020 puis à 1,4% en 2021. Sa composante fondamentale devrait s'accroître graduellement à 1,3% en 2020 et à 1,9% en 2021, sous l'effet de l'amélioration attendue de la demande intérieure et de la dissipation prévue de l'appréciation du taux de change effectif réel. Pour sa part, la hausse des prix des produits réglementés devrait poursuivre son ralentissement en 2020, en l'absence de nouvelles mesures dans le PLF 2020, avant de retrouver leur rythme tendanciel en 2021. Ceux des carburants et lubrifiants devraient enregistrer une hausse en moyenne sur l'horizon de prévision, en ligne avec les perspectives d'évolution du prix du Brent à l'international.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2019-T4 2021)*



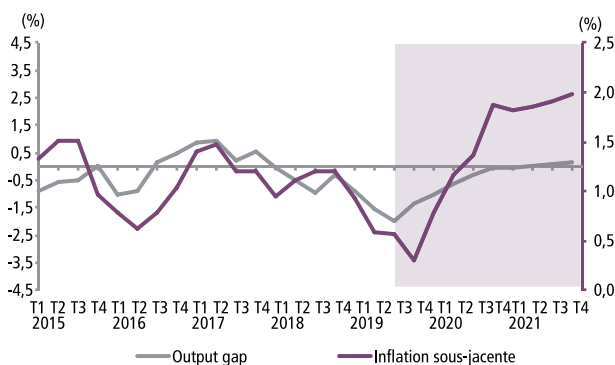
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation

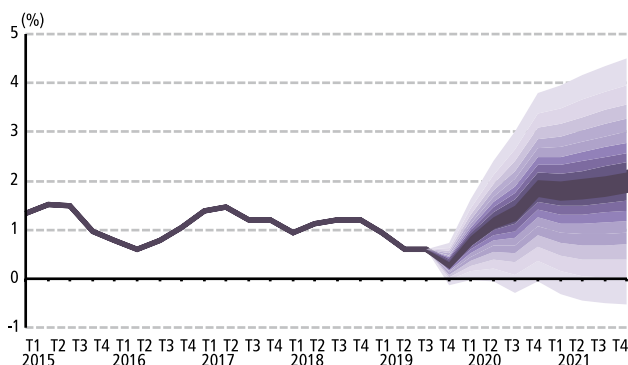
	Réalizations				Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Horizon de 8 trimestres (T4 2019-T3 2021)	2019	2020
Inflation	1,6	1,6	0,7	1,9	0,3	1,1	1,4	1,2	-0,1	-0,1
Inflation sous-jacente	1,4	0,8	1,3	1,1	0,6	1,3	1,9	1,4	-0,1	-0,3

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2019 - T4 2021)*



* 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

Dans un contexte macroéconomique global incertain, les perspectives de l'économie nationale demeurent assujetties à plusieurs risques qui peuvent, en cas de matérialisation, affecter la trajectoire centrale des prévisions. La balance des risques ressort orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation.

Les incertitudes entourant la trajectoire centrale des prévisions de la croissance ont trait, sur le plan extérieur, à une dégradation de la demande étrangère. En effet, en dépit de l'optimisme croissant quant à un Brexit avec accord et à la conclusion d'un accord commercial sino-américain, les incertitudes entourant leurs modalités et l'enlisement des négociations érodent la confiance des marchés et nuisent à l'activité économique mondiale. Au niveau national, une déviation par rapport à l'hypothèse centrale de la production agricole, tributaire des conditions climatiques, affecterait les prévisions de la croissance.

S'agissant des prévisions d'inflation, et tenant compte des fortes incertitudes sur le marché du pétrole, des cours supérieurs à ceux retenus dans le scénario central pourraient se traduire par des taux d'inflation plus élevés, à travers leurs effets directs sur les prix domestiques des carburants et indirects sur les coûts de production. Les pressions inflationnistes baissières d'origine externe peuvent provenir de niveaux plus faibles des cours des matières premières alimentaires ainsi que d'une éventuelle accentuation de l'appréciation du taux de change effectif réel.

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
CC	: Caisse de Compensation
CCG	: Conseil de Coopération du Golfe
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CMR	: Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
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
GPM	: Global Projection Model (Modèle de projection de l'économie mondiale)
HCP	: Haut-Commissariat au Plan
ICM	: Indice de Confiance des Ménages
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation

IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente
IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IR	: Impôt sur le Revenu
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
Libor-OIS	: London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap
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
RIN	: Réserves internationales nettes
TCER	: Taux de change effectif réel
TCN	: Titres de créances négociables
TIB	: Taux Interbancaire
TGR	: Trésorerie Générale du Royaume
TPME	: Très petites, Petites et Moyennes Entreprises
TSP	: Triple Super Phosphate
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
UE	: Union Européenne
USD	: Dollar Américain
VA	: Valeur ajoutée

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 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	17
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	17

Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	18
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent.....	19
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	19
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais.....	19
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile	22
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	23
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	23
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	25
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	26
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques	26
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	27
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	27
Graphique 3.6	: Ecart monétaire	27
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	28
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande	29
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	29
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	30
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	30
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2019	30
Graphique 3.15	: Evolution des bons du Trésor	31
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	31
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	33
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	34
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin octobre.....	34
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin octobre.....	35
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin octobre	35
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	36
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	37
Graphique 5.2	: PIB par composante	38
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	39
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation	40
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	40
Graphique 5.6	: Output-gap global	40
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	42
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	42
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	42
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	43
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	43
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	43
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises	44
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	44
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	44
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	44
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	47
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	47

Graphique 7.3	: Taux de change USD/EUR	48
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	49
Graphique 7.5	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	49
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	49
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	49
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2019-T4 2021)	52
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2019-T4 2021)	53
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	54
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2019 - T4 2021)	54

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	20
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	21
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	22
Tableau 2.3	: Evolution des importations	22
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits énergétiques à l'import	23
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services	23
Tableau 2.6	: Evolution du flux des investissements directs	24
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	25
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs	26
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	26
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	33
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	34
Tableau 4.3	: Financement du déficit	35
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	35
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	40
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	41
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	43
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	50
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	51
Tableau 7.3	: Croissance économique	52
Tableau 7.4	: Inflation.....	53