



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 54 / 2020

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 17 MARS 2020

Dépôt légal : 2020/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

APERÇU GÉNÉRAL

11

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

17

1.1 Activité économique et emploi

17

1.2 Conditions monétaires et financières

18

1.3 Prix des matières premières et inflation

21

2. COMPTES EXTÉRIEURS

23

2.1 Balance commerciale

23

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

25

2.3 Compte financier

25

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

27

3.1 Conditions monétaires

27

3.2 Prix des actifs

33

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

36

4.1 Recettes ordinaires

36

4.2 Dépenses

37

4.3 Déficit et financement du Trésor

38

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

42

5.1 Demande intérieure

42

5.2 Demande extérieure

43

5.3 Offre globale

43

5.4 Marché du travail et capacités de production

44

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

46

6.1 Evolution de l'inflation

46

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

49

6.3 Anticipations de l'inflation

49

6.4 Prix à la production

50

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

51

Synthèse

51

7.1 Hypothèses sous-jacentes

53

7.2 Projections macroéconomiques

56

7.3 Balance des risques

60

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

61

LISTE DES GRAPHIQUES

62

LISTE DES TABLEAUX

64

LISTE DES ENCADRÉS

64

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI DE FREITAS

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 17 mars 2020

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 17 mars sa première session de l'année 2020.
2. Lors de cette réunion, le Conseil s'est enquis d'abord du déroulement de la mise en œuvre du programme intégré d'appui et de financement des entreprises mis en place suite au discours de Sa Majesté le Roi du 11 octobre 2019.
3. Il a également fait le point sur les développements du marché de change suite à la décision d'élargissement, à partir du 9 mars 2020, de la bande de fluctuation du dirham par rapport au cours de référence de $\pm 2,5\%$ à $\pm 5\%$. Il a noté à cet égard que cette nouvelle phase de la transition est initiée à un moment approprié et que le marché continue de fonctionner dans de bonnes conditions.
4. Le Conseil a par la suite analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques de la Banque sur les huit prochains trimestres. Il s'est attardé en particulier sur les répercussions des conditions climatiques défavorables qui prévalent dans notre pays et de la propagation à l'échelle mondiale de la pandémie Covid-19. Il a relevé que l'évolution rapide de cette pandémie exige l'actualisation fréquente de l'évaluation de la situation et des prévisions économiques.
5. Tenant compte de ces évaluations, de l'évolution de l'inflation à moyen terme, et dans l'objectif de soutenir l'activité économique, le Conseil a décidé de réduire le taux directeur de 25 points de base à 2% et de continuer à suivre de très près l'ensemble de ces évolutions.
6. Le Conseil a noté qu'après s'être établie à un niveau faible de 0,2% en 2019, l'inflation est passée à 1,3% en janvier 2020, portée essentiellement par une hausse, après une baisse une année auparavant, des prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle devrait se situer à 0,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année et s'accroître à 1,2% en 2021, avec une augmentation graduelle de sa composante sous-jacente de 0,6% en 2019 à 1% puis à 1,3% en 2021.
7. Au niveau international, l'espoir d'une reprise économique en 2020 s'est largement estompé avec la propagation de la pandémie Covid-19 dont l'ampleur de l'impact s'avère de plus en plus importante. Dans les principaux pays avancés, la croissance s'affaiblirait significativement, avant de rebondir en 2021. Aux Etats-Unis, elle reculerait de 2,3% en 2019 à 1,4% en 2020 avant de se renforcer à 2,7% en 2021, à la faveur notamment de conditions monétaires favorables. Dans la zone euro, le rythme de l'activité enregistrerait un repli significatif de 1,2% à 0,4%, impacté par les difficultés économiques en Allemagne et en Italie en particulier, et s'accroîtrait à 1,8% en 2021. Sur les marchés du travail des économies avancées, le chômage connaîtrait une hausse modérée aux Etats-Unis et une stagnation dans la zone euro. Dans les principaux pays émergents, la Chine accuserait une forte décélération, avec une croissance revenant de 6,1% en 2019 à 4,1% en 2020, son plus

bas niveau depuis près de trente ans, avant de rebondir à 7,3% en 2021. En Inde, la croissance s'améliorerait de 5,3% à 6,3% puis à 6,7% respectivement, des rythmes qui restent toutefois largement inférieurs à ceux qui étaient prévus en décembre dernier.

8. Sur les marchés des matières premières, la situation reste marquée par la montée des inquiétudes concernant l'évolution de la demande mondiale en lien avec la propagation de la pandémie Covid-19 et par la divergence de l'alliance OPEP+ sur la réduction de la production. Les cours du pétrole devraient ainsi diminuer de nouveau cette année, pour s'établir à 48,5 USD/bl en moyenne pour le Brent, avant d'augmenter à 59,5 USD/bl en 2021. Pour le phosphate et ses dérivés, la Banque mondiale table dans ses dernières projections d'octobre 2019 sur une hausse des cours. Les prix s'accroîtraient de 306 USD/t à 324 USD/t en 2020 et à 335 USD/t en 2021 pour le DAP et de 295 USD/t à 304 USD/t puis à 311 USD/t pour le TSP. Quant au prix du phosphate brut, il devrait se situer à 92 USD/t en 2020 et à 95 USD/t en 2021, après 88 USD/t en 2019.
9. S'agissant de l'inflation, après une décélération en 2019, elle continuerait d'évoluer dans la zone euro à des taux inférieurs à l'objectif de la BCE, soit 0,6% en 2020 et 1,3% en 2021. Aux Etats-Unis, elle ralentirait de 1,8% en 2019 à 1,7% en 2020, avant de converger vers un niveau proche de l'objectif de la FED en 2021.
10. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, et face aux fortes inquiétudes liées à la propagation de la pandémie Covid-19, la FED a annoncé le 15 mars une nouvelle baisse de 100 points de base, après celle de 50 points le 3 mars, de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 0%-0,25%. Elle prévoit maintenir cette fourchette jusqu'à ce qu'elle soit confiante que l'économie est sur une trajectoire qui permettrait de réaliser les objectifs d'emploi maximum et de stabilité des prix. Elle a également décidé de relancer ses achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars de bons du Trésor et de prêts immobiliers titrisés (MBS). Pour sa part, la BCE a adopté le 12 mars un ensemble de mesures d'assouplissement quantitatif additionnelles tout en maintenant ses taux directeurs inchangés et en réitérant qu'elle prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers son objectif. Parallèlement, la FED, la BCE, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque nationale suisse ont annoncé le 15 mars une mesure concertée visant à améliorer l'approvisionnement en liquidités au moyen des accords permanents de swap en dollars américains et ce, par la réduction de leurs taux appliqués à ces swaps de 25 points de base.
11. Au niveau national, les dernières données disponibles des comptes nationaux relatives au troisième trimestre de 2019 indiquent une décélération de la croissance en glissement annuel de 3% à 2,1%, impactée en particulier par une contre-performance des activités agricoles. Sur l'ensemble de l'année 2019, elle aurait ralenti à 2,3%, résultat de la diminution prévue de 5,3% de la valeur ajoutée agricole parallèlement à une accélération du rythme des activités non agricoles à 3,3%. En 2020, pâtissant de l'effet conjugué des conditions climatiques défavorables et de la propagation au niveau mondial de la pandémie Covid-19, elle devrait, selon les prévisions de BAM, stagner à 2,3%. La valeur ajoutée agricole régresserait de 2,7%, avec une récolte céréalière estimée sur la base des données relatives aux conditions climatiques et à l'état de la végétation disponibles au 10 mars, à 40 millions de quintaux, et le rythme des activités non agricoles ralentirait à 2,9%. En 2021, la croissance enregistrerait un rebond à 3,8%, avec une augmentation de la valeur ajoutée agricole de 8,1%, sous l'hypothèse

d'une récolte céréalière moyenne de 75 millions de quintaux, et une amélioration de la croissance non agricole à 3,3%. Ces prévisions restent entourées de fortes incertitudes et sont sujettes à une révision à la baisse si la propagation de la pandémie Covid-19 au niveau mondial n'est pas contenue à court terme.

12. Sur le marché du travail, l'économie nationale a connu en 2019 une création nette de 165 mille emplois. Cette évolution reflète notamment une hausse de l'emploi de 267 mille postes dans les services et une perte de 146 mille dans l'agriculture. Compte tenu d'une entrée nette sur le marché de 135 mille demandeurs d'emploi, le taux d'activité est revenu de 46% en 2018 à 45,8% en 2019 et le taux de chômage de 9,5% à 9,2%.
13. Sur le plan des comptes extérieurs, les données provisoires de 2019 indiquent un net ralentissement du rythme des importations de biens à 2%, résultat essentiellement d'une baisse de la facture énergétique. En parallèle, impactées en grande partie par le repli des ventes des phosphates et dérivés, les exportations ont augmenté de 2,4% après 10,7% en 2018. En revanche, les recettes de voyage ont marqué un rebond de 7,7% à 78,7 milliards de dirhams, tandis que les transferts des MRE se sont quasiment stabilisés à leur niveau de 2018, soit 64,9 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se serait atténué à 4,4% du PIB. Ce dernier devrait s'alléger davantage sur l'horizon de prévision pour revenir à 3,5% en 2020 et à 2,5% du PIB en 2021. Les importations continueraient à progresser à un rythme modéré en 2020 avant d'enregistrer une accélération en 2021, reflétant principalement l'évolution de la facture énergétique. A l'inverse, les exportations afficheraient une nette accélération, sous l'effet essentiellement de la hausse de la production que devrait connaître la construction automobile selon les chiffres annoncés par l'usine PSA. Quant aux recettes de voyage, elles sont prévues en diminution en 2020 en lien avec la propagation de la pandémie Covid-19, mais devraient reprendre en 2021. Pour ce qui est des opérations financières, après le recul observé en 2019, les recettes des IDE devraient se stabiliser à 3% du PIB en 2020 avant de progresser à l'équivalent de 3,2% du PIB en 2021. Tenant compte de la sortie prévue du Trésor sur le marché international en 2020, les RIN progresseraient de 245,6 milliards de dirhams en 2019 à 246 milliards à fin 2020 puis à 251,9 milliards au terme de 2021. Elles devraient ainsi assurer une couverture de plus de 5 mois d'importations de biens et services.
14. S'agissant des conditions monétaires, le taux de change effectif réel est ressorti en appréciation de 1,1% en 2019, résultat notamment d'un net accroissement de la valeur de la monnaie nationale en termes nominaux. Celui-ci devrait s'atténuer sensiblement en 2020 et se dissiper en 2021. Tenant compte également d'une inflation domestique inférieure à celle des principaux partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel connaîtrait une quasi-stabilité sur l'horizon de prévision. Quant aux taux débiteurs, ils ont enregistré en 2019 une baisse de 15 points de base qui a profité principalement aux particuliers et aux TPME, s'établissant au quatrième trimestre de l'année à 4,91% en moyenne. En ce qui concerne le crédit bancaire au secteur non financier, son rythme a marqué une nette accélération en 2019 à 5,3%, avec une amélioration notable des prêts aux entreprises privées. Les dernières données relatives au mois de janvier indiquent la poursuite de cette orientation. En termes de perspectives, sur la base des prévisions de la croissance et des effets attendus du programme intégré d'appui et de financement des entreprises, le crédit au secteur non financier devrait terminer l'année en progression de 4,5% avant de se renforcer de 5,3% en 2021.

15. Concernant les finances publiques, l'exécution budgétaire de 2019 s'est soldée par un creusement du déficit, hors privatisation, à 47 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 4,1% du PIB contre une prévision de 3,7% retenue dans la loi de finances. Les recettes ordinaires, hors privatisation, se sont accrues de 4,6%, portées particulièrement par l'encaissement de 9,4 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,6%, résultat essentiellement d'une hausse des dépenses au titre des biens et services, alors que la charge de compensation est ressortie en baisse de 9,3% à 16,1 milliards de dirhams. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont atteint 70,4 milliards de dirhams, en hausse de 7,3%. A moyen terme, le processus de consolidation budgétaire devrait se poursuivre, à un rythme toutefois plus lent que prévu en décembre. Le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib compte non tenu des efforts exceptionnels que le Gouvernement est amené à consentir dans la conjoncture difficile actuelle, connaître une légère atténuation à 4% du PIB en 2020, puis à 3,9% du PIB en 2021.

APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par de fortes inquiétudes liées à la propagation de la maladie Covid-19, les dernières données relatives à la conjoncture internationale indiquent globalement un affaiblissement de l'activité économique mondiale. Dans la zone euro, la croissance a fléchi de 1,3% au troisième trimestre 2019 à 1% au quatrième trimestre, traduisant notamment des décélérations de 1,5% à 0,9% en France, de 0,6% à 0,5% en Allemagne, de 1,9% à 1,8% en Espagne et de 0,5% à 0,1% en Italie. Au Royaume-Uni, la croissance a accusé un nouveau ralentissement, revenant de 1,2% à 1,1%, et au Japon, elle est ressortie négative à -0,7% après 1,8% un trimestre auparavant, pâtissant du repli de la consommation privée et de l'investissement. Aux Etats-Unis en revanche, la croissance s'est accélérée de 2,1% à 2,3%, en lien principalement avec la bonne tenue des exportations nettes.

Dans les principaux pays émergents, la croissance est restée stable à 6% au quatrième trimestre en Chine, a décéléré de 4,9% à 4,5% en Inde et s'est accrue de 1,2% à 1,7% au Brésil, soutenue par la hausse de la production des secteurs industriel et des services. Pour la Russie, les données du troisième trimestre font ressortir un raffermissement de 0,9% à 1,7%, reflétant la bonne performance des secteurs agricole et industriel et du commerce de gros.

Au niveau des marchés du travail, la vigueur s'est globalement maintenue en février aux Etats-Unis, avec un léger recul du taux de chômage à 3,5% et des créations stables à 273 mille postes. Dans la zone euro, ce taux est demeuré inchangé à 7,4% en janvier, niveau le plus faible depuis mai 2008.

Sur les marchés financiers, les investisseurs ont été particulièrement sensibles aux impacts potentiels de la maladie Covid-19, ce qui s'est traduit par une forte volatilité des principaux indices boursiers ces dernières semaines. Le Dow Jones industriels en particulier a enregistré sa pire performance journalière le 27 février, et est ressorti en moyenne en baisse de 0,5% entre janvier et février. L'Eurostoxx 50 a quasiment stagné alors que le FTSE 100 a reculé de 2,7%, le Nikkei de 1,4% et le MSCI EM de 3,2%.

S'agissant des rendements souverains, le taux à dix ans a affiché en février des reculs importants dans les principales économies avancées, allant de 15 points de base en Espagne à 25 pb en Italie et aux Etats-Unis. Il a ainsi baissé à -0,5% pour l'Allemagne, à -0,2% pour la France, à 0,3% pour l'Espagne, à 1% pour l'Italie et à 1,5% pour les Etats-Unis. Du côté des économies émergentes, ce taux a diminué pour la Chine et l'Inde, a stagné pour le Brésil et s'est accru pour la Turquie.

Sur les marchés de change, l'euro s'est déprécié de 1,8% par rapport au dollar et de 1% contre la livre sterling et le yen japonais. Les monnaies des principaux pays émergents se sont globalement appréciées vis-à-vis du dollar, avec des gains de 1,1% pour le renminbi, de 4,7% pour le real brésilien, de 0,3% pour la roupie indienne et de 2,3% pour la livre turque. Pour le crédit bancaire, son rythme de progression annuelle a ralenti d'un mois à l'autre à 5,2% en janvier aux Etats-Unis alors qu'il s'est accéléré à 3,8% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, les cours du pétrole ont également été impactés par les inquiétudes entourant la propagation de la maladie Covid-19. En particulier, le prix du Brent a poursuivi sa baisse en février pour s'établir en moyenne à 56 dollars le baril, soit un repli de 12,4% en glissement mensuel et de 13,1% en variation annuelle. De même, les cours des matières premières non énergétiques ont accusé un recul en glissement

annuel entre janvier et février, tiré par un fléchissement de 8,9% de ceux des métaux et minerais alors que les produits agricoles se sont renchériés de 2,8%. Concernant les phosphates et dérivés, les cours sont ressortis en 2019 en légère hausse de 0,1% pour le phosphate brut à 88 dollars la tonne et en baisse de 22,1% pour le DAP à 306,4 dollars et de 15% pour le TSP à 294,6 dollars. En février, les prix se sont de nouveau dépréciés en variation annuelle, avec des taux de 29,3% à 72,5 dollars pour le phosphate brut, de 21,8% à 279,4 dollars pour le DAP et de 28,8% à 245 dollars pour le TSP.

Pour ce qui est de l'évolution des prix, l'inflation a ralenti, selon une première estimation d'Eurostat, de 1,4% en janvier à 1,2% en février dans la zone euro et a décéléré à 2,3% après 2,5% aux Etats-Unis.

S'agissant des décisions de politique monétaire des banques centrales des principaux pays avancés, la FED a annoncé, à l'issue de sa réunion exceptionnelle du 15 mars, une nouvelle baisse de 100 points de base, après celle de 50 points le 3 mars, de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 0%-0,25%. Elle prévoit maintenir cette fourchette jusqu'à ce qu'elle soit confiante que l'économie est sur une trajectoire qui permettrait de réaliser les objectifs d'emploi maximum et de stabilité des prix. Elle a également décidé de relancer ses achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars de bons du Trésor et de prêts immobiliers titrisés (MBS). Pour sa part, la BCE a décidé, le 12 mars, de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers 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 de l'inflation sous-jacente. En parallèle, elle a annoncé un package de mesures incluant (i) des opérations de refinancement de long terme (TLTRO) supplémentaires temporaires pour apporter un soutien en liquidité immédiat au système financier de la zone euro; (ii) des conditions considérablement plus favorables qui seront appliquées au cours de la période allant de juin 2020 à juin 2021 à l'ensemble des opérations TLTRO III; (iii) une enveloppe temporaire d'achats nets supplémentaires d'actifs d'un montant de 120 milliards d'euros d'ici la fin de l'année; et (iv) la poursuite des réinvestissements du principal des titres venant à échéance achetés dans le cadre de l'APP pendant une longue période après la date à laquelle la BCE commencera à relever ses taux d'intérêt directeurs, et en tout cas aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un large degré d'accommodement monétaire. En parallèle, la FED, la BCE, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque nationale suisse ont annoncé le 15 mars une mesure concertée visant à améliorer l'approvisionnement en liquidités au moyen des accords permanents de swap en dollars américains et ce, par la réduction des taux appliqués à ces swaps de 25 points de base.

Sur le plan national, le déficit commercial a enregistré un creusement de 3 milliards en 2019 pour se situer à 209 milliards de dirhams. Les importations ont augmenté de 2%, reflétant essentiellement des accroissements de 5,5% des acquisitions de biens d'équipement, de 4,5% des demi produits et de 4,3% des achats de produits finis de consommation, tandis que la facture énergétique a poursuivi son allègement, reculant de 7,2% à 76,4 milliards de dirhams. Pour leur part, les exportations ont enregistré une progression de 2,4%, recouvrant principalement une hausse de 6,6% des ventes du secteur automobile à 77,1 milliards et de 4,1% des ventes des produits agricoles à 60,8 milliards ainsi qu'une diminution de 5,9% des expéditions des phosphates et dérivés à 48,9 milliards. En parallèle, les recettes de voyage se sont améliorées de 7,7% à 78,7 milliards de dirhams en 2018, et les transferts des MRE ont quasiment stagné à 64,9 milliards de dirhams. Par ailleurs, le flux net des IDE a accusé une baisse

de 46,8% à 18,2 milliards tandis que celui des investissements directs des marocains à l'étranger a affiché une progression de 49,4% à 9,3 milliards. L'encours des réserves internationales nettes s'est établi au terme de l'année 2019 à 245,6 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, le besoin en liquidité des banques s'est allégé au cours du quatrième trimestre 2019, passant d'un trimestre à l'autre de 86,7 milliards de dirhams à 71,6 milliards en moyenne hebdomadaire, en raison de l'amélioration des réserves de change et du reflux de la monnaie fiduciaire. Par conséquent, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 73 milliards de dirhams. Les conditions monétaires ont été également marquées par une baisse des taux débiteurs de 18 points de base à 4,91% en moyenne ainsi que par une légère dépréciation du taux de change effectif. Concernant le rythme de progression du crédit au secteur non financier, il s'est accéléré à 5% au quatrième trimestre après 3,7% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre une hausse de 6,5% des prêts accordés aux entreprises privées après 3,6%, une atténuation de la baisse des concours aux entreprises publiques de 5,4% à 5% et une quasi-stagnation du rythme d'augmentation des crédits aux ménages à 4,5%.

Sur le volet des finances publiques, l'exercice budgétaire au titre de l'année 2019 s'est soldé par un creusement du déficit, hors privatisation, de 5,4 milliards de dirhams à 47 milliards, ou 4,1% du PIB, soit un dépassement de 3,6 milliards par rapport à la loi de finances 2019. Les recettes ordinaires, hors privatisation, se sont améliorées de 4,6%, suite à la progression des rentrées aussi bien fiscales que non fiscales, portées particulièrement par l'encaissement de recettes de 9,4 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,6%, sous l'effet d'une hausse de 7,3% des dépenses au titre des biens et services alors que la charge de compensation s'est allégée de 9,3% à 16,1 milliards. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont augmenté de 7,3% à 70,4 milliards. Dans ces conditions, la dette publique directe aurait progressé de 65,3% du PIB à fin 2018 à 66,1% à fin 2019. Les données du mois de janvier 2020 font ressortir un déficit de 1,9 milliard de dirhams, au lieu d'un excédent de 674 millions un an auparavant, résultat d'une augmentation des dépenses courantes de 24,7% et des recettes ordinaires de 1%.

Les données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre 2019 indiquent une décélération de la croissance à 2,1% contre 3% le même trimestre un an auparavant. La valeur ajoutée agricole s'est repliée de 5,3% après une augmentation de 3,8% alors que les activités non agricoles ont enregistré une accélération de leur rythme de progression de 2,6% à 3%. L'analyse du côté de la demande fait ressortir une contribution à la croissance de sa composante intérieure de 1,8 point au lieu de 6,4 points à la même période en 2018, tandis que les exportations nettes y ont participé à hauteur de 0,3 point, après une contribution négative de 3,5 points.

Le marché du travail a connu une création nette de 165 mille emplois en 2019 après 111 mille en 2018. La ventilation par secteur montre une importante création dans les activités non agricoles, notamment dans les services, qui a plus que compensé la perte dans l'agriculture. Compte tenu d'une entrée nette de 135 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité est revenu de 46% en 2018 à 45,8% en 2019 et le taux de chômage de 9,5% à 9,2% au niveau national.

Au niveau du marché des actifs, les prix de l'immobilier ont accusé une diminution de 0,4% en glissement trimestriel au quatrième trimestre, recouvrant des reculs de 0,8% pour le foncier et de 0,4% pour les biens résidentiels, ainsi qu'une hausse de 2,3% de ceux des biens à usage professionnel. De même, le nombre de transactions a régressé de 0,7%, en lien avec la baisse de 2,7% des ventes des actifs résidentiels. Sur l'ensemble de l'année 2019, les prix des actifs immobiliers ressortent en quasi-stagnation par rapport à 2018 et le volume de transactions en baisse de 3,8% après une hausse de 4,8%. Au niveau du marché boursier, les données du mois de février indiquent une hausse du MASI de 0,7% depuis le début de l'année et ce, après une performance de 7,1% en 2019. Le volume des transactions s'est élevé à 4,2 milliards après 4,9 milliards en janvier et 6,3 milliards en moyenne durant l'année 2019. Pour sa part, la capitalisation boursière s'est établie à 630,2 milliards, en hausse de 0,6% par rapport à décembre 2019.

Pour ce qui est de l'inflation, elle s'est accélérée au quatrième trimestre à 0,7% après 0,5% un trimestre auparavant, clôturant ainsi l'année sur une moyenne de 0,2% contre 1,9% en 2018. Les données récentes indiquent une accélération en janvier à 1,3%, tirée par une hausse plus importante qu'au quatrième trimestre des prix des produits alimentaires à prix volatils, un accroissement, après une baisse, de ceux des carburants et lubrifiants et une accélération de l'inflation sous-jacente à 0,5%. A l'inverse, la progression des tarifs des produits réglementés a ralenti, traduisant la dissipation de l'augmentation des prix des tabacs en janvier 2019.

En termes de perspectives, l'économie mondiale reste entourée de fortes incertitudes liées notamment à la propagation de la maladie Covid-19 dont l'ampleur de l'impact économique reste incertaine. La croissance devrait ralentir de 3% à 2,2% en 2020 avant de s'accélérer à 3,8% en 2021. Aux Etats-Unis, elle poursuivrait sa décélération pour s'établir à 1,4% en 2020, en lien en partie avec le retour à une orientation neutre de la politique budgétaire, puis s'accélérait à 2,7% en 2021, à la faveur notamment de conditions monétaires accommodantes. Dans la zone euro, elle s'affaiblirait à 0,4% en 2020, impactée par les difficultés économiques en Allemagne et en Italie en particulier. Une reprise est prévue toutefois en 2021 à 1,8% et serait soutenue principalement par l'orientation ultra-accommodante de la politique monétaire de la BCE. S'agissant des conditions sur le marché du travail, le chômage connaîtrait une hausse modérée aux Etats-Unis et une stagnation dans la zone euro.

Dans les principaux pays émergents, la Chine serait particulièrement affectée par la maladie Covid-19, avec une baisse de la croissance de 6,1% en 2019 à 4,1% en 2020, soit son plus faible niveau depuis près de 30 ans, avant de rebondir à 7,3% en 2021. L'Inde enregistrait une accélération de sa croissance de 5,3% en 2019 à 6,3% en 2020 puis à 6,7% en 2021, soutenue par les mesures de relance budgétaire et monétaire.

Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole restent marqués par les inquiétudes entourant la demande mondiale en lien notamment avec la propagation de la maladie Covid-19 ainsi que par la divergence de l'alliance l'OPEP+ sur la réduction de la production. Le cours du Brent en particulier devrait reculer de 64 dollars le baril en moyenne en 2019 à 48,5 dollars en 2020, avant d'augmenter à 59,5 dollars en 2021. Concernant les prix des produits alimentaires, ils poursuivraient globalement leur hausse en 2020 et se stabiliseraient en 2021. Quant aux phosphates et dérivés, le cours du DAP devrait enregistrer de légers accroissements à moyen terme de 306 dollars la tonne en 2019 à 324 dollars en 2020 puis à 335 dollars en 2021.

Dans ces conditions, l'inflation se maintiendrait globalement à des niveaux faibles à modérés. Aux Etats-Unis, après une légère décélération prévue à 1,7% en 2020, elle convergerait vers l'objectif de la FED en 2021, avec un taux prévu à 2,8%. Dans la zone euro, elle s'établirait à 0,6% en 2020 après 1,2% en 2019, avant de remonter à 1,3% en 2021.

Au niveau national, le rythme de progression des exportations devrait s'accélérer à 9,1% en 2020, tiré principalement par l'augmentation prévue des ventes de la construction automobile, tenant compte d'une production annoncée de 100 mille voitures par l'usine PSA, et des expéditions des phosphates et dérivés. Il décélérerait à 8,5% en 2021, malgré la hausse prévue de la construction automobile, sous l'hypothèse d'un accroissement de la capacité de l'usine PSA à 200 mille unités. En parallèle, les importations s'accroîtraient de 1,1% en 2020, en lien notamment avec l'augmentation des acquisitions de biens d'équipement, et de 7% en 2021, avec une hausse prévue de la facture énergétique. Pour leur part, les recettes de voyage devraient reculer de 8,7% en 2020, impactées par la baisse prévue des arrivées de touristes à court terme, en lien avec la propagation de la maladie Covid-19, avant de s'accroître de 16% en 2021. Les transferts des MRE devraient connaître une quasi-stabilité en 2020 puis augmenter de 2,4% en 2021. Le déficit du compte courant s'allégerait ainsi davantage à 3,5% du PIB en 2020 et à 2,5% en 2021. En ce qui concerne les recettes d'IDE, elles se stabiliseraient à un niveau équivalent à 3% du PIB sur l'horizon de prévision.

S'agissant des RIN, et sous les hypothèses d'entrées de dons du CCG de 2,2 milliards de dirhams et d'une sortie à l'international du Trésor pour un montant de 10,7 milliards en 2020, elles devraient se renforcer à 246 milliards en 2020 et à 251,9 milliards en 2021, continuant à assurer une couverture de plus de 5 mois d'importations de biens et services. Dans ces conditions, et tenant compte également des évolutions prévues de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire s'accroîtrait à 79,4 milliards de dirhams à fin 2020 et à 92,4 milliards au terme de 2021. Concernant les conditions monétaires, le taux de change effectif réel se stabiliserait sur l'horizon de prévision, après s'être apprécié en 2019. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression devrait décélérer à 4,5% en 2020 avant de s'accélérer à 5,3% en 2021 et ce, sur la base des prévisions de la croissance et tenant compte de l'effet attendu des nouvelles mesures non-conventionnelles mises en place suite au discours Royal du 11 octobre 2019.

Sur le volet des finances publiques, le processus de consolidation budgétaire se poursuivrait sur le moyen terme bien qu'à un rythme plus lent que prévu en décembre. Ainsi, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib compte non tenu des efforts exceptionnels que le Gouvernement est amené à consentir dans la conjoncture difficile actuelle, connaître une légère atténuation à 4% du PIB en 2020, puis à 3,9% du PIB en 2021.

Pour ce qui est de la croissance, elle aurait de nouveau décéléré en 2019, s'établissant à 2,3% après 3% en 2018, résultat d'un repli prévu à 5,3% de la valeur ajoutée agricole, tandis que la hausse de celle des activités non agricoles aurait connu une accélération de 2,6% à 3,3%. Pâtissant de l'effet conjugué des conditions climatiques défavorables et de la propagation au niveau mondial de la maladie Covid-19, elle devrait stagner à 2,3% en 2020. La valeur ajoutée agricole connaîtrait une baisse de 2,7%, avec une récolte céréalière estimée par Bank Al-Maghrib, sur la base des données sur les conditions climatiques et sur l'état de la végétation disponibles au 10

mars, à autour de 40 millions de quintaux, et le rythme des activités non agricoles ralentirait à 2,9%. En 2021, la croissance enregistrerait un rebond à 3,8%, avec une augmentation de la valeur ajoutée agricole de 8,1%, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 75 millions de quintaux, et une amélioration du rythme des activités non agricoles à 3,3%.

Dans ce contexte, l'inflation devrait s'accélérer modérément à 0,7% en 2020, après 0,2% en 2019, puis à 1,2% en 2021, tirée par sa composante sous-jacente. Celle-ci devrait se redresser graduellement de 0,6% en 2019 à 1% en 2020 puis à 1,3% en 2021, reflétant essentiellement l'amélioration de la demande intérieure, à un rythme toutefois moindre que prévu en décembre.

S'agissant de la balance des risques, elle ressort orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation. Du côté de la croissance, les risques ont trait, sur le plan extérieur, à une dégradation de la demande étrangère. En effet, malgré les développements positifs enregistrés en début d'année sur le front commercial, les incertitudes entourant les négociations de la deuxième phase de l'accord sino-américain et les relations futures entre le Royaume Uni et l'Union européenne ainsi que les risques géopolitiques fragilisent l'économie mondiale. A cela s'ajoute la propagation de la maladie Covid-19 qui pèse lourdement sur l'activité économique et sur les marchés financiers. Au niveau national, une production agricole moins importante que retenu dans le scénario de base affecterait à la baisse les prévisions de la croissance. Du côté de l'inflation, et tenant compte des inquiétudes élevées sur la demande mondiale, des cours de pétrole plus faibles que retenu dans le scénario central pourraient se traduire par des taux d'inflation plus bas, 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 également provenir de niveaux inférieurs à court terme des cours des matières premières alimentaires ainsi que d'une éventuelle appréciation du taux de change effectif réel, en lien avec les pressions à la baisse sur les monnaies des partenaires et concurrents commerciaux dans un climat d'incertitudes persistantes. En revanche, des perturbations plus marquées des chaînes de production et d'approvisionnement mondiales, en lien avec la maladie Covid-19, pourraient induire une flambée des prix de certains produits importés.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Dans un contexte marqué par les inquiétudes grandissantes autour de la propagation de la maladie Covid-19, les dernières données de la conjoncture internationale font globalement ressortir un affaiblissement de l'activité économique dans les principaux pays avancés. Le conflit commercial sino-américain, les incertitudes relatives notamment aux futures relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne ainsi que les tensions géopolitiques ont continué à peser sur l'économie mondiale au cours du quatrième trimestre 2019. A l'exception des Etats-Unis, la croissance a ralenti dans la zone euro et au Royaume-Uni et le PIB s'est contracté au Japon. Dans les principaux pays émergents, elle a stagné au quatrième trimestre en Chine, a ralenti en Inde et s'est redressée au Brésil, et selon les données du troisième trimestre elle s'est nettement accrue en Russie. Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage est ressorti en légère baisse à 3,5% en février aux Etats-Unis, avec une stagnation des créations d'emplois, et est demeuré stable à 7,4% en janvier dans la zone euro. Pour leur part, les marchés financiers ont été marqués par une baisse des principaux indices boursiers et une détente quasi-générale des taux souverains. Sur les marchés des matières premières, les cours des produits énergétiques et dans une moindre mesure, hors énergie ont enregistré des baisses en glissement annuel. Concernant l'inflation, elle a décéléré en février aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro. Au total, l'analyse de l'ensemble de ces évolutions indique l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, la croissance s'est accélérée de 2,1% à 2,3% au dernier trimestre de l'année dernière, grâce principalement à la bonne tenue des exportations nettes. Inversement, dans la zone euro, elle a reculé à 1%, traduisant une décélération de la croissance en France à 0,9% après 1,5% suite aux grèves liées aux réformes des retraites, à 0,5% en Allemagne après 0,6% due notamment au ralentissement de la consommation des ménages et du gouvernement. De même, le rythme d'accroissement de l'activité a décéléré en Espagne à 1,8% après 1,9%, et à 0,1% contre 0,5% un trimestre auparavant en raison notamment de conditions climatiques défavorables.

Au Royaume-Uni, la croissance a poursuivi son ralentissement pour le troisième trimestre consécutif, revenant de 1,2% à 1,1%, en liaison principalement avec la contraction des investissements et le faible accroissement de la consommation des ménages. Dans le même sens, le PIB japonais a baissé de 0,7% au quatrième trimestre, sous l'effet essentiellement du repli de la consommation privée et de l'investissement.

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

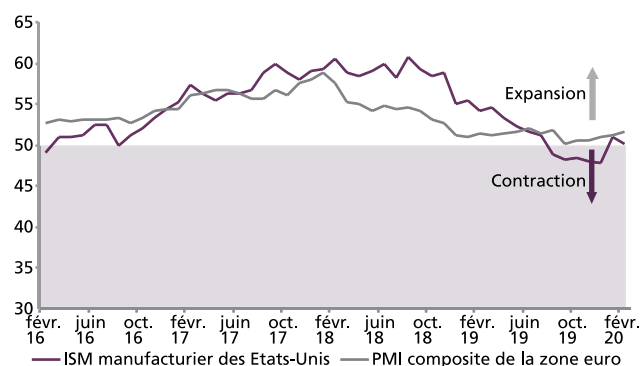
	2017		2018				2019			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Pays avancés										
Etats-Unis	2,4	2,8	2,9	3,2	3,1	2,5	2,7	2,3	2,1	2,3
Zone euro	2,9	3,0	2,6	2,2	1,6	1,2	1,4	1,2	1,3	1,0
France	2,8	3,0	2,4	1,9	1,5	1,2	1,3	1,5	1,5	0,9
Allemagne	3,0	3,4	2,3	2,1	1,1	0,6	1,0	0,3	0,6	0,5
Italie	1,6	1,9	1,3	0,9	0,4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

Source : Thomson Reuters.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a stagné en Chine à 6% au quatrième trimestre, affectée par l'affaiblissement de la demande interne et externe. Pour ce qui est des autres principaux pays émergents, le rythme de l'activité s'est affaibli en Inde de 5,1% à 4,7%, sur fond d'une baisse plus importante de l'investissement et des exportations. En revanche, la croissance s'est inscrite en hausse au Brésil de 1,2% à 1,7%, reflétant une hausse de la production des secteurs industriel et des services. De même, elle s'est raffermie en Russie de 0,9% à 1,7%, traduisant la bonne performance des secteurs agricole et industriel et du commerce de gros.

S'agissant des indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro a enregistré une hausse à 51,6 points en février après 51,3 points un mois auparavant. Inversement, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a enregistré une baisse à 50,1 points au mois de février contre 50,9 points en janvier.

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



1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, la vigueur sur le marché du travail s'est maintenue en février avec un taux de chômage qui est ressorti en légère baisse à 3,5% contre 3,6% le mois précédent, les créations d'emplois s'étant pour leur part stabilisées à 273.000 postes d'un mois à l'autre. Dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable à 7,4% en janvier, soit son taux le plus faible depuis mai 2008.

Dans les principaux pays de la zone, le taux de chômage est demeuré inchangé à 3,2% en Allemagne, à 8,2% en France, à 9,8% en Italie, et à 13,7% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données les plus récentes, qui restent celles du mois de novembre, font ressortir une légère baisse de ce taux à 3,7% contre 3,8% le mois précédent.

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

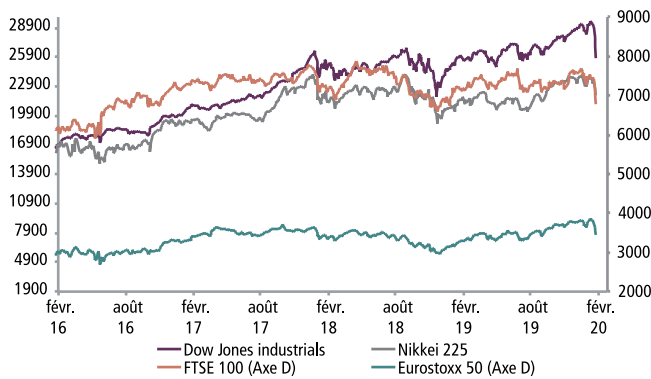
(En%)	2018	2019	2019		2020
			déc.	janv.	févr.
Etats-Unis	3,9	3,7	3,5	3,6	3,5
Zone euro	8,2	7,6	7,4	7,4	N.D
France	9,1	8,5	8,2	8,2	N.D
Allemagne	3,4	3,2	3,2	3,2	N.D
Italie	10,6	N.D	9,8	9,8	N.D
Espagne	15,3	14,1	13,7	13,7	N.D
Royaume-Uni	4,0	N.D	N.D	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

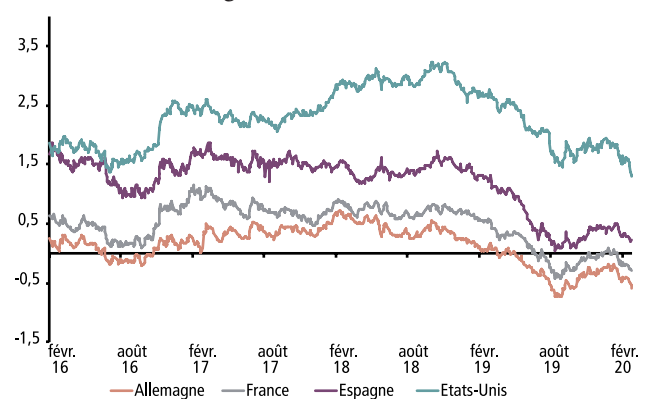
Sur les marchés financiers, les investisseurs ont été particulièrement sensibles aux impacts potentiels de la maladie Covid-19, ce qui s'est traduit par une forte volatilité des principaux indices boursiers, avec des augmentations du VIX et du Vstox de près de 439 et 311 points de base respectivement. En particulier, le Dow Jones industriels a enregistré sa plus mauvaise performance journalière le 27 février, et est ressorti en moyenne en baisse de 0,5% entre janvier et février. L'Eurostoxx 50 a quasiment stagné alors que le FTSE 100 a reculé de 2,7%, le Nikkei de 1,4%. Pour ce qui est des économies émergentes, le MSCI EM a accusé un repli de 3,2%, avec des baisses de 1,7% pour la Chine, de 2,7% pour le Brésil, de 1,1% pour l'Inde et de 4% pour la Turquie.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



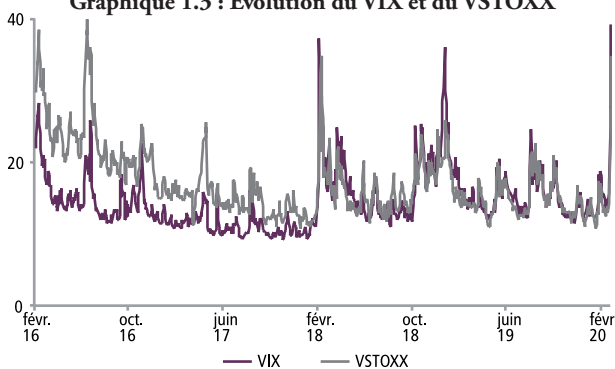
Source : Thomson Reuters.

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



Source : Thomson Reuters.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX

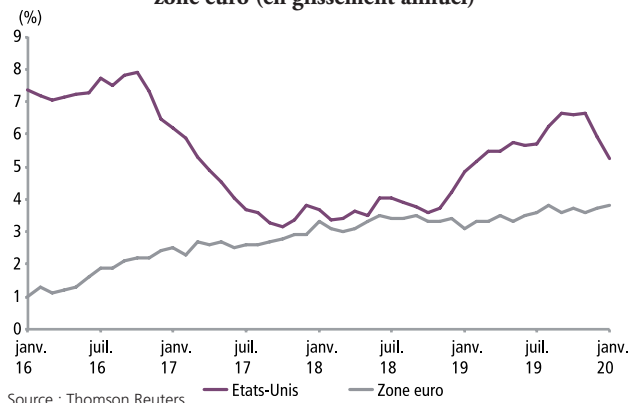


Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est quasiment stabilisé à -0,4% en février, alors que le Libor de même maturité a diminué à 1,7% après 1,8%. Concernant le rythme de croissance du crédit bancaire, il a ralenti de 5,9% en décembre à 5,2% en janvier aux Etats-Unis, alors qu'il s'est accéléré dans la zone euro de 3,7% à 3,8%.

Les rendements des obligations d'Etat à dix ans ont affiché en février des fléchissements importants dans les principales économies avancées, allant de 15 points de base en Espagne à 25 pb en Italie et aux Etats-Unis. Ils ont ainsi reculé à 1,5% pour les Etats-Unis, à -0,5% pour l'Allemagne, à -0,2% pour la France, à 0,3% pour l'Espagne et à 1% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux a diminué à 2,9% pour la Chine et à 6,4% pour l'Inde, a stagné à 6,7% pour le Brésil et s'est accru à 11,2% pour la Turquie.

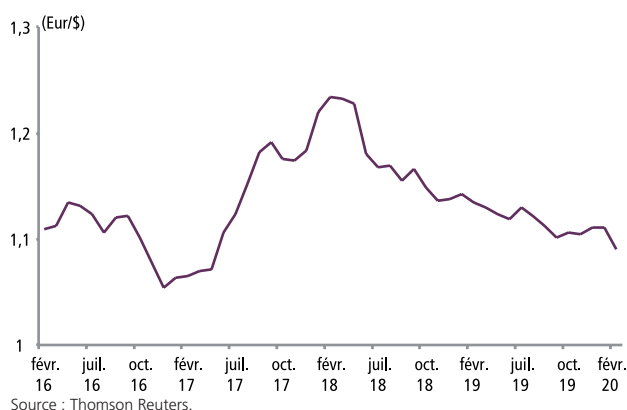
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié de 1,8% par rapport au dollar et de 1% contre la livre sterling et le yen japonais. Pour leur part, les monnaies des principaux pays émergents se sont globalement appréciées vis-à-vis du dollar, avec des gains de 1,1% pour le renminbi, de 4,7% pour le real brésilien, de 0,3% pour la roupie indienne et de 2,3% pour la livre turque.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, et face aux fortes inquiétudes liées à la propagation de la maladie Covid-19, la FED a annoncé le 15 mars une nouvelle baisse de 100 points de base, après celle de 50 points le 3 mars, de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 0%-0,25%. Elle prévoit maintenir cette fourchette jusqu'à ce qu'elle soit confiante que l'économie est sur une trajectoire qui permettrait de réaliser les objectifs d'emploi maximum et de stabilité des prix. Elle a également décidé de relancer ses achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars de bons du Trésor et de prêts immobiliers titrisés (MBS).

Pour sa part, la BCE a décidé, le 12 mars, de maintenir inchangés ses taux d'intérêt directeurs et prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers 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 de l'inflation sous-jacente. En parallèle, elle a annoncé un package de mesures incluant (i) des opérations de refinancement de long terme (TLTRO) supplémentaires temporaires pour apporter un soutien en liquidité immédiat au système financier de la zone euro; (ii) des conditions considérablement plus favorables qui seront appliquées au cours de la période allant de juin 2020 à juin 2021 à l'ensemble des opérations TLTRO III; (iii) une enveloppe temporaire d'achats nets supplémentaires

d'actifs d'un montant de 120 milliards d'euros d'ici la fin de l'année; et (iv) la poursuite des réinvestissements du principal des titres venant à échéance achetés dans le cadre de l'APP pendant une longue période après la date à laquelle la BCE commencera à relever ses taux d'intérêt directeurs, et en tout cas aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un large degré d'accommodement monétaire.

Quant au Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, il a décidé à l'issue de sa réunion exceptionnelle du 10 mars de réduire son taux directeur de 50 points de base à 0,25%. Il a en parallèle décidé de lancer un nouveau programme de financement à terme avec des incitations supplémentaires pour les PME et 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.

Parallèlement, la FED, la BCE, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque nationale suisse ont annoncé le 15 mars une mesure concertée visant à améliorer l'approvisionnement en liquidités au moyen des accords permanents de swap en dollars américains et ce, par la réduction de leurs taux appliqués à ces swaps de 25 points de base.

Au niveau des principaux pays émergents, la Banque centrale du Brésil a abaissé, le 5 février, son taux directeur de 25 points de base à 4,25%. De même, la Banque centrale de Russie a réduit, le 7 février, son taux directeur de 25 points de base, le ramenant à 6,0%. De son côté, la Banque de réserve de l'Inde a maintenu, le 6 février, son taux directeur inchangé à 5,15%, tout en soulignant que la perspective de l'inflation est très incertaine et que l'activité économique reste morose.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, les cours ont baissé avec en particulier une diminution mensuelle en février de 12,4% du prix moyen du Brent à 56 dollars le baril, qui a même atteint le 27 février son plus bas niveau depuis 3 ans à 51,9 dollars le baril. Cette évolution s'explique notamment par les inquiétudes quant à l'impact de la propagation rapide de la maladie Covid-19 dans plusieurs pays. En glissement annuel, son prix est également ressorti en baisse de 13,1%.

Le prix du gaz naturel sur le marché européen s'est établi à 2,91 dollars le mBTU¹ en février, soit un recul de 20% en glissement mensuel et de 51,6% en variation annuelle. Cette évolution s'explique par une offre abondante et une faible demande du fait de températures clémentes pour la saison d'hiver.

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



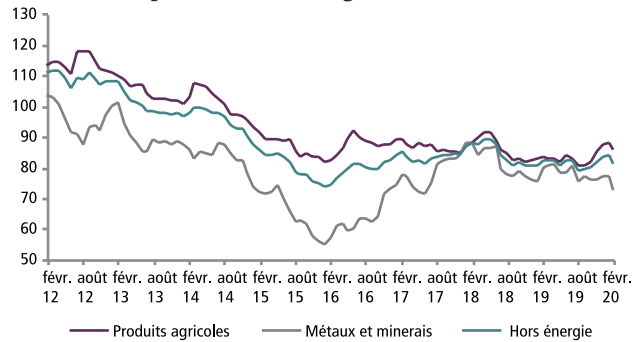
Source : Thomson Reuters.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des produits hors énergie ont baissé en février de 1,5% en glissement annuel, tirés par ceux des métaux et minerais. Ces derniers ayant marqué une diminution de 8,9%, alors que les prix des produits agricoles se sont accrus de 2,8%. S'agissant du blé dur, son prix a enregistré un recul de 4,1% d'un mois à l'autre et de 1,7% en variation annuelle.

¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

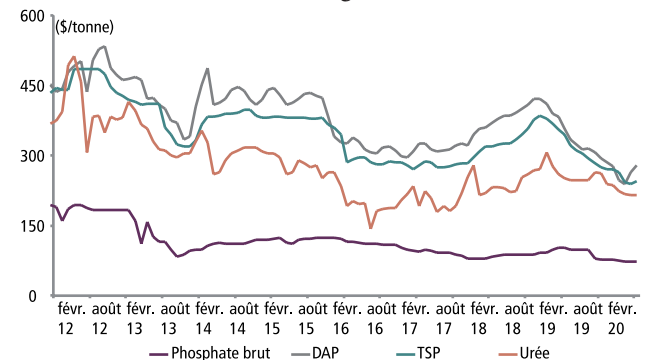
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et engrais, le prix du phosphate brut a stagné entre janvier et février à 72,5\$/t. Pour les autres produits, le DAP s'est renchéri de 5,5% à 279,4\$/t et le TSP de 2,5% à 245\$/t, tandis que le cours de l'Urée a diminué de 0,5% à 214,4\$/t et celui du chlorure de potassium a stagné à 245\$/t. En glissement annuel, les cours ont enregistré des replis de 29,3% pour le phosphate brut, de 21,8% pour le DAP, de 28,8% pour le TSP et de 14,5% pour l'Urée, alors qu'une hausse de 13,7% a été enregistrée pour le chlorure de potassium.

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



Source : Banque Mondiale.

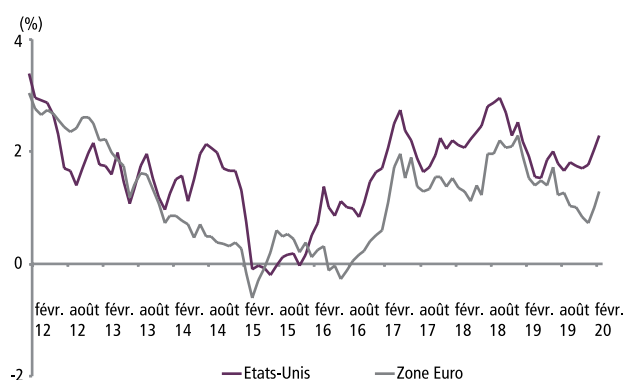
1.3.3 Inflation

Dans la zone euro, selon une première estimation de l'Eurostat, le taux d'inflation s'est établi à 1,2% en février après 1,4% en janvier, recouvrant notamment des baisses de 1,7% à 1,6% pour la France, de 1,1% à 0,9% pour l'Espagne et de 0,4% à 0,3% en Italie, ainsi qu'une légère hausse de 1,6% à 1,7% en Allemagne.

Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation a décéléré de 2,5% en janvier à 2,3% en février aux Etats-Unis, de 1,3% en décembre à 1,8% en janvier au Royaume-Uni et de 0,8% à 0,7% au Japon.

Au niveau des principaux pays émergents, le taux d'inflation a baissé en Chine de 5,4% en janvier à 5,2% en février, de 4,2% à 4,0% au Brésil et de 2,4% à 2,3% en Russie. En revanche, il a augmenté en Inde de 7,4% en décembre à 7,6% en janvier.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

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

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

En 2019, le déficit commercial s'est creusé de 3 milliards pour s'établir à 209 milliards de dirhams. Cette évolution résulte d'une hausse de 9,6 milliards des importations, plus importante que celle de 6,6 milliards des exportations. Le taux de couverture s'est amélioré de 57,2% à 57,4%.

Les recettes de voyage se sont améliorées de 7,7% contre 1,3% en 2018 et les transferts des MRE ont quasiment stagné, après une baisse de 1,5%. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a enregistré une baisse de 46,8% à 18,2 milliards, alors que celui des investissements des marocains à l'étranger a affiché une hausse de 49,4% à 9,3 milliards. Pour ce qui est des réserves internationales nettes de Bank Al-Maghrib, elles se sont établies à 245,6 milliards de dirhams à fin 2019, soit l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'augmentation des exportations de 2,4% traduit principalement la progression de 6,6% à 77,1 milliards des ventes du secteur automobile, tirée par des hausses de 8,9% pour le segment « câblage » et de 14,2% pour celui de l'« intérieur de véhicules et sièges », alors que les exportations de la « construction automobile » se sont repliées de 1,3%. Les ventes des produits agricoles et agroalimentaires, se sont améliorées de 4,1% à 60,8 milliards et celles de l'aéronautique ont augmenté de 7,3% à 15,8 milliards. L'année a été marquée également par une progression des exportations d'électricité à 570 millions de dirhams contre 75 millions l'année passée, suite principalement à l'amélioration des capacités locales de production. Pour leur part, les expéditions des phosphates et dérivés ont diminué de 5,9% à 48,9 milliards de dirhams. Cette contreperformance qui a concerné l'ensemble des produits est liée essentiellement au repli des prix à l'export des dérivés, avec des taux de 3,3% pour l'acide phosphorique et de 12,9% pour les engrais naturels et chimiques ainsi qu'au recul de 15,6% des volumes exportés du phosphate brut. De même les ventes du secteur textile et cuir ont diminué de 2,3% à 37 milliards de dirhams.

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

Secteurs/Segments	2019*	2018	Variations	
			En valeur	En %
Exportations	282 020	275 441	6 579	2,4
Agriculture et Agro-alimentaire	60 849	58 447	2 402	4,1
Agriculture, sylviculture, chasse	26 049	23 869	2 180	9,1
Industrie alimentaire	32 390	32 361	29	0,1
Automobile	77 132	72 367	4 765	6,6
Construction	33 829	34 272	-443	-1,3
Câblage	31 982	29 366	2 616	8,9
Intérieur véhicules et sièges	4 831	4 230	601	14,2
Aéronautique	15 821	14 744	1 077	7,3
Assemblage	8 614	8 314	300	3,6
EWIS	7 129	6 363	766	12,0
Phosphates et dérivés	48 945	51 989	-3 044	-5,9
Phosphates bruts	7 311	8 298	-987	-11,9
Engrais naturels et chimiques	28 050	29 828	-1 778	-6,0
Acide phosphorique	13 584	13 863	-279	-2,0
Electronique	8 659	8 940	-281	-3,1
Composants électroniques	4 591	4 624	-33	-0,7
Electronique de spécialité	4 068	4 316	-248	-5,7
Textile et Cuir	37 036	37 915	-879	-2,3
Vêtements confectionnés	23 273	23 773	-500	-2,1
Articles de bonneterie	7 612	7 801	-189	-2,4
Chaussures	2 861	3 081	-220	-7,1
Industrie pharmaceutique	1 276	1 257	19	1,5
Autres extractions minières	4 199	4 532	-333	-7,3
Autres	28 103	25 250	2 853	11,3

*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

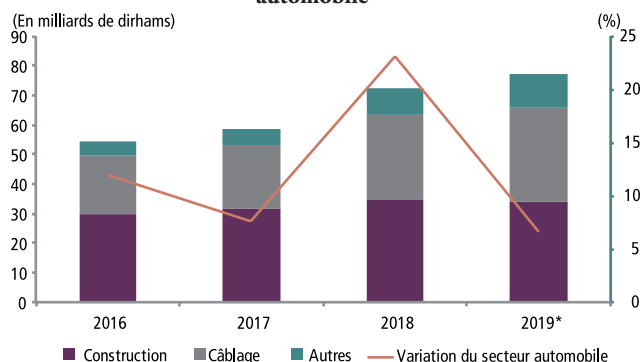
Tableau 2.2 : Evolution des exportations de phosphates et dérivés (glissement annuel, en %)*

	2019/2018		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates brut	-11,9	-15,6	4,4
Engrais naturels et chimiques	-6,0	8,0	-12,9
Acide phosphorique	-2,0	1,3	-3,3

*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La progression de 2% des importations reflète essentiellement l'augmentation de 5,5% des achats de biens d'équipement à 126,9 milliards de dirhams. De même, les achats de produits finis de consommation ont progressé de 4,3% à 113,1 milliards et ceux de demi-produits se sont accrus de 4,5% à 104,4 milliards, en lien particulièrement avec la hausse de 63% à 4,1 milliards des importations des « demi-produits en fer ou en aciers non alliés » et de 22,4% à 4,3 milliards des acquisitions des « fils, barres, et profilés en fer ou en aciers non alliés ». Les importations de produits alimentaires ont connu une hausse de 4,4% à 47,8 milliards, suite à l'augmentation des approvisionnements en maïs de 12,7% à 5,2 milliards de dirhams. A l'inverse, la facture énergétique a poursuivi sa tendance baissière avec un recul de 7,2% à 76,4 milliards, incluant une nette diminution des importations d'énergie électrique à 149 millions de dirhams, au lieu de 2,3 milliards un

an auparavant, et un repli de 6,7% des importations de gas-oil et fuel-oils à 38,8 milliards de dirhams. Dans le même sens, les achats de produits bruts ont baissé de 10% à 22,1 milliards de dirhams.

Au total, le déficit commercial s'est creusé de 3 milliards à 209 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est amélioré de 57,2% à 57,4%.

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

Groupements d'utilisation	2019*	2018	Variations	
			En valeur	En %
Importations CAF	491 015	481 442	9 573	2,0
Biens d'équipement	126 880	120 233	6 647	5,5
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	7 996	4 804	3 192	66,4
Machines et appareils divers	12 076	10 233	1 843	18,0
Voitures utilitaires	6 736	5 309	1 427	26,9
Produits finis de consommation	113 106	108 491	4 615	4,3
Parties et pièces pour voitures et véhicules de tourisme	19 004	17 593	1 411	8,0
Ouvrages divers en matières plastiques	5 967	5 215	752	14,4
Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles	8 151	7 551	600	7,9
Demi produits	104 355	99 859	4 496	4,5
Demi-produits en fer ou en acier non alliés	4 079	2 503	1 576	63,0
Fils, barres, et profilés en fer non alliés	4 343	3 549	794	22,4
Produits alimentaires	47 802	45 776	2 026	4,4
Mais	5 235	4 647	588	12,7
Sucre brut ou raffiné	3 957	3 505	452	12,9
Produits énergétiques	76 407	82 301	-5 894	-7,2
Gas-oils et fuel-oils	38 770	41 537	-2 767	-6,7
Energie électrique	149	2 302	-2 153	-93,5
Produits bruts	22 148	24 605	-2 457	-10,0
Soufres bruts et non raffinés	6 963	7 967	-1 004	-12,6
Minerai de cobalt	288	689	-401	-58,2

*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

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

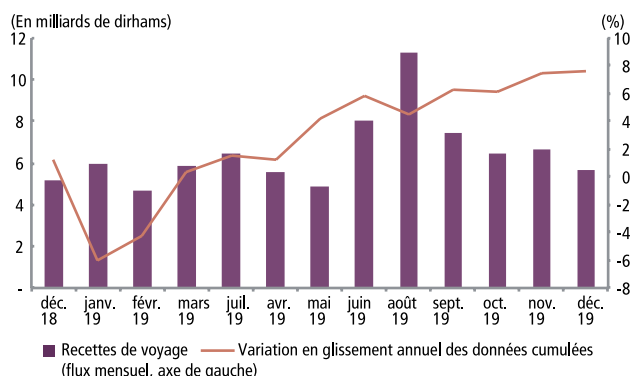
	2019/2018		
	Valeur	Quantité	Prix
Gas-oils et fuel-oils	-6,7	-3,3	-3,5
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-9,9	1,9	-11,6
Houilles; coques et combustibles solides similaires	5,0	14,6	-8,4

*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

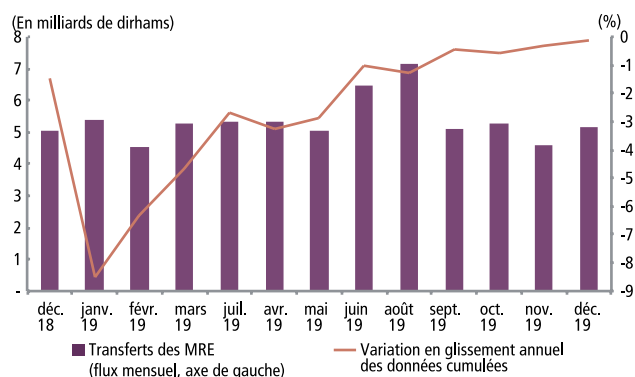
Le solde excédentaire de la balance des services s'est renforcé de 18,4%, d'une année à l'autre, à 88,8 milliards de dirhams, à la faveur d'une augmentation de 6,6% des exportations à 185,6 milliards et d'une diminution de 2,3% des importations à 96,8 milliards. En particulier, les recettes de voyage ont atteint 78,7 milliards, en progression de 7,7%, et les dépenses au même titre se sont accrues de 11% à 20,9 milliards.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage*


*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

Pour ce qui est des transferts des MRE, ils se sont quasiment stabilisés à 64,9 milliards de dirhams d'une année à l'autre.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE*


*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

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

	2019*	2018	Variations	
			en valeur	en %
Importations	96 765	99 062	-2 297	-2,3
Exportations	185 558	174 044	11 514	6,6
Solde	88 793	74 982	13 811	18,4

*Données provisoires.

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 à 18,2 milliards, résultat d'une diminution de 13,9 milliards des recettes et d'une hausse de 2,1 milliards des cessions. En parallèle, le flux des investissements directs des marocains à l'étranger s'est amélioré de 3,1 milliards pour atteindre 9,3 milliards, résultat essentiellement d'une augmentation de 2,9 milliards des investissements.

A fin décembre 2019, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 245,6 milliards, soit l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

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

	2019*	2018	Variations	
			en valeur	en %
Investissements directs étrangers	18 184	34 169	-15 985	-46,8
Recettes	33 529	47 426	-13 897	-29,3
Dépenses	15 345	13 257	2 088	15,8
Investissements des marocains à l'étranger	9 337	6 250	3 087	49,4
Dépenses	10 915	8 057	2 858	35,5
Recettes	1 578	1 807	-229	-12,7

*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

Le flux net des investissements directs étrangers a baissé de 32,2% à 1,4 milliard, et celui des investissements des marocains à l'étranger a reculé de 82,3% à 393 millions.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 243,7 milliards à fin janvier, représentant l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

Les données provisoires relatives au mois de janvier 2020 indiquent un creusement du déficit commercial de 271 millions de dirhams résultat des augmentations de 559 millions des importations et de 288 millions des exportations.

L'amélioration de 1,2% des exportations reflète essentiellement une progression de 2% des ventes du secteur « agriculture et agroalimentaire », intégrant des hausses de 0,7% pour l'agriculture et de 2,9% pour l'industrie alimentaire, et une augmentation de 3,6% des exportations du secteur textile et cuir. Les ventes du secteur automobile ont quasiment stagné, incluant une baisse de 11,1% pour la construction et des augmentations de 2,1% et de 7% pour les branches du câblage et de « l'intérieur véhicules et sièges ». Les exportations des phosphates et dérivés ont baissé pour leur part de 10,7%.

L'accroissement de 1,4% des importations reflète, quant à lui, principalement l'alourdissement de 14,7% de la facture énergétique et la hausse de 12,3% des achats des produits alimentaires. En revanche, les acquisitions de demi produits et de produits bruts ont reculé de 10,6% et de 20,9% respectivement.

En parallèle, les recettes de voyages ont augmenté de 11,3% et les transferts des MRE ont accusé une diminution de 2,7%.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre 2019, les conditions monétaires ont été marquées par une baisse des taux débiteurs et une légère dépréciation du taux de change effectif. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son taux d'accroissement s'est accéléré de 3,7% au troisième trimestre à 5%, recouvrant une amélioration du rythme de croissance des prêts accordés aux entreprises privées, une atténuation de la baisse des concours aux entreprises publiques et une quasi-stagnation de progression de ceux aux ménages. Quant autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 13,2% à 4,6%, tandis que les réserves internationales nettes se sont renforcées de 5,7% après 3%. Au total, la croissance de la masse monétaire est revenue de 4,4% à 3,5%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ont baissé de 0,4% au quatrième trimestre 2019. Cette évolution recouvre des diminutions des prix de 0,8% pour les terrains et de 0,4% pour les biens résidentiels, ainsi qu'une hausse de 2,3% de ceux des biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a diminué de 0,7%, en relation avec la régression de 2,7% des ventes des actifs résidentiels. Les transactions portant sur les biens à usage professionnel ont augmenté de 17%, alors que celles portant sur les terrains ont stagné d'un trimestre à l'autre. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI a enregistré une hausse de 5,3% et le volume des échanges a atteint 25,9 milliards après 13,5 milliards un trimestre auparavant.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Durant le quatrième trimestre 2019, le besoin en liquidité des banques s'est allégé de 86,7 milliards de dirhams à 71,6 milliards en moyenne hebdomadaire, sous l'effet de l'amélioration des réserves de change et du reflux de la monnaie fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 73 milliards, dont 66,4 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 4,3 milliards servis sous forme de swap de change et 2,3 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles indiquent que ce déficit continue de s'atténuer, revenant à 66,9 milliards en moyenne en janvier et février 2020. Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté inchangé par rapport au trimestre précédent à 2,26.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, après les diminutions observées durant le quatrième trimestre, les taux ont connu de légères hausses en janvier pour les maturités courtes et moyennes, ceux de long terme ayant poursuivi leur mouvement baissier. Une évolution

similaire a été observée sur le marché secondaire des bons de Trésor.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

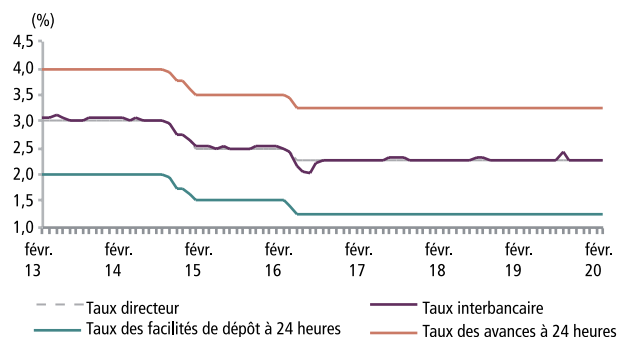
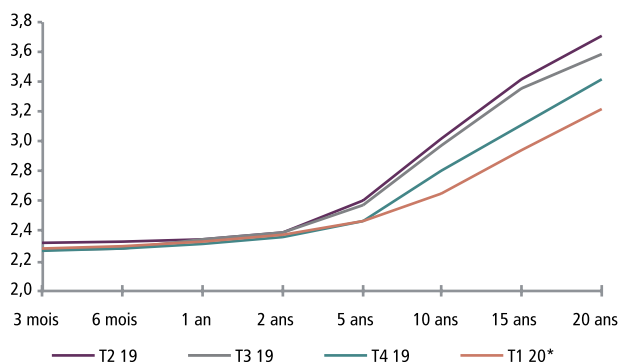


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2018				2019				2020
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janv.
52 semaines	2,35	2,31	2,42	2,45	2,37	2,31	2,31	2,27	3,32
2 ans	2,53	2,50	2,58	2,60	2,51	2,39	2,38	2,32	3,36
5 ans	2,81	2,76	2,82	2,86	2,77	2,60	2,58	2,46	-
10 ans	3,28	3,24	3,28	3,34	3,19	3,02	2,97	2,81	2,65
15 ans	3,68	3,68	3,70	-	3,64	3,42	3,38	3,10	2,94

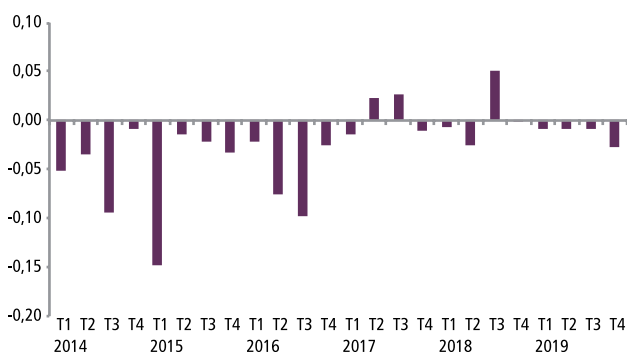
Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire



* Moyenne observée en janvier et février.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt n'ont pas connu de variations significatives au cours du quatrième trimestre 2019. Parallèlement, les taux créditeurs ont diminué de 7 points de base à 2,68% pour les dépôts à 6 mois et de 3 points à 2,98% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques a légèrement diminué au quatrième 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 quatrième trimestre 2019 font ressortir une diminution du taux moyen global de 18 points de base à 4,91%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises privées ont connu un repli de 15 points globalement, de 3 points pour les grandes entreprises et de 19 points pour les TPME. Pour leur part, les taux appliqués aux crédits aux particuliers ont marqué une baisse de 14 points de base, avec en particulier des

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

diminutions de 3 points pour les prêts à l'habitat et de 6 points pour les crédits à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2018		2019			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux global	5,10	5,09	5,02	4,98	5,09	4,91
Particuliers	5,90	5,83	5,78	5,34	5,69	5,55
Crédits immobiliers	4,88	4,89	4,70	4,18	4,51	4,48
Crédits à la consommation	6,61	6,84	6,74	6,71	6,72	6,66
Entreprises	4,85	4,90	4,78	4,85	4,92	4,77
Crédits de trésorerie	4,70	4,81	4,72	4,70	4,74	4,65
Crédits à l'équipement	4,86	4,86	4,48	5,07	5,20	4,58
Crédits immobiliers	5,71	5,91	5,59	5,46	6,07	6,12

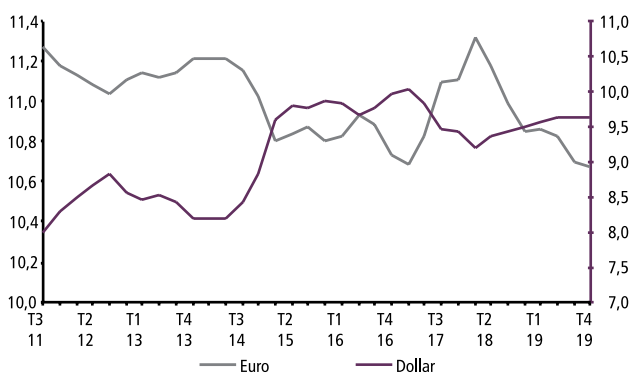
Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2017	2018				2019			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
6 mois	2,80	2,79	2,78	2,80	2,71	2,78	2,68	2,75	2,68
12 mois	3,10	3,15	3,10	3,07	3,04	3,06	3,00	3,01	2,98

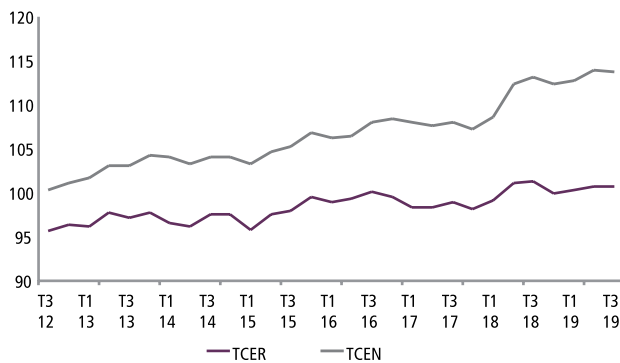
3.1.2 Taux de change

Au cours du quatrième trimestre 2019, l'euro s'est déprécié de 0,39% par rapport au dollar américain. Pour sa part, le dirham s'est apprécié de 0,22% vis-à-vis de l'euro et est resté stable contre le dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 2% par rapport à la livre turque, de 0,2% contre le yuan chinois et s'est dépréciée de 4,4% face à la livre sterling. En conséquence, le taux de change effectif a légèrement reculé de 0,1% en terme nominal et de 0,04% en terme réel.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au quatrième trimestre des hausses de 8% à 24,9 milliards de dirhams pour les ventes et de 8,6% à 24,1 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont augmenté de 29,7% s'établissant à 12,6 milliards et les ventes à terme se sont renforcées de 1,7 milliard à 2,9 milliards. Durant cette période, Bank Al-Maghrib n'a réalisé aucune opération d'achats ou de ventes de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie négative à 2,1 milliards de dirhams à fin décembre 2019, contre un solde positif de 5 milliards à fin septembre 2019.

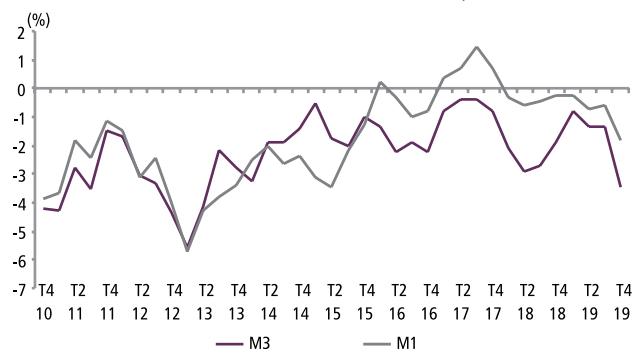
3.1.3 Situation monétaire

Le rythme d'accroissement de l'agrégat M3 est revenu de 4,4% au troisième trimestre à 3,5% au quatrième trimestre 2019. L'analyse de l'évolution de ses composantes fait ressortir une accentuation de la baisse de 0,4% à 6,5% des dépôts à terme suite notamment à la diminution de ceux détenus par le secteur public. Dans le même temps, les titres des OPCVM monétaires ont marqué un repli de 8,3% après celui de 2,6% un trimestre auparavant. En revanche, les dépôts à vue ont vu leur progression passer de 3,8% à 5,2%, avec notamment des accélérations de 2% à 6,6% pour ceux des entreprises non financières privées et de 3,9% à

4,4% pour ceux des ménages. Pour sa part, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 7,5% après 7,2% un trimestre auparavant.

Par principale contrepartie, l'évolution de la masse monétaire recouvre une décélération de 13,2% à 4,6% de la progression des créances nettes sur l'administration centrale et des accélérations de 3% à 5,7% de celle des réserves internationales nettes et de 5,1% à 5,5% pour le crédit bancaire.

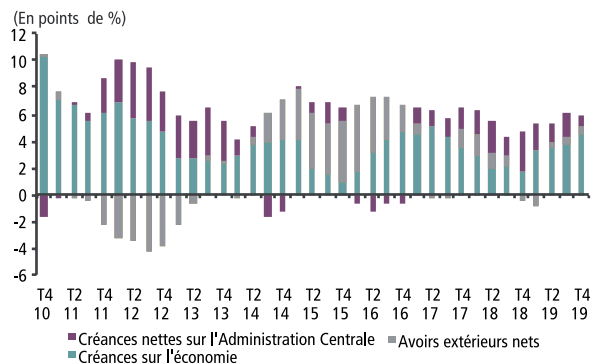
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



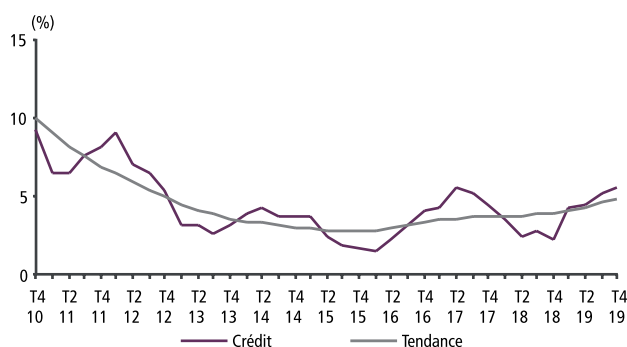
1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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



Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Concernant le crédit au secteur non financier, il s'est accru de 5% après 3,7%. Cette évolution recouvre une amélioration du rythme de progression des prêts accordés aux entreprises privées, une atténuation de la baisse des concours aux entreprises publiques et une quasi-stagnation de celui des crédits aux ménages.

Ainsi, les crédits aux entreprises privées se sont accrus de 6,5% après 3,6% un trimestre auparavant, reflétant des hausses de 10% pour les facilités de trésorerie après 6,8%, de 5,8% pour les prêts à l'équipement après 2,5%, et de 4,3% pour les crédits à la promotion immobilière après 2,1%.

Pour leur part, les concours accordés aux entreprises publiques ont diminué de 5% après un repli de 5,4% en relation avec l'augmentation de 1,8% des facilités de trésorerie après une baisse de 7,7%.

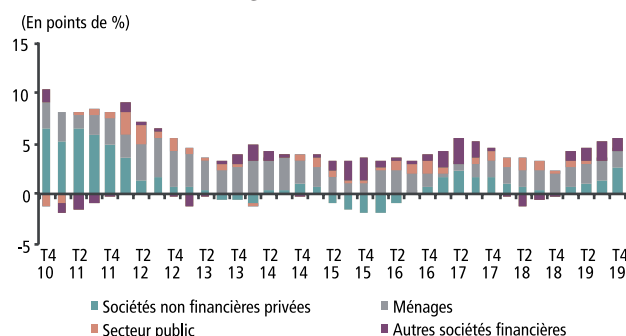
Pour ce qui est des crédits aux entrepreneurs individuels, leur progression est revenue de 3% à 1,2%. Cette évolution reflète des décélérations de 8,4% à 7,6% du rythme de croissance des prêts à l'équipement et de 10,4% à 5,9% de celui des facilités de trésorerie, ainsi qu'une accentuation du repli des crédits immobiliers de 14% à 18,4%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de décembre 2019 indiquent une accélération des rythmes de progression de 3,1% à fin septembre à 12,1% pour les crédits destinés à la branche « transports et communications » et de 7,4% à 9,6% pour ceux

aux « industries alimentaires et tabac ». De même, les concours accordés aux « industries extractives » et aux entreprises du « bâtiment et travaux publics » se sont accrus respectivement de 23,7% et 1,5% après des baisses de 11% et de 1,4%. En revanche, les crédits aux secteurs « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » et « industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques » ont connues des hausses respectives de 5,1% et 4,4% au lieu de 11% et 5% un trimestre auparavant.

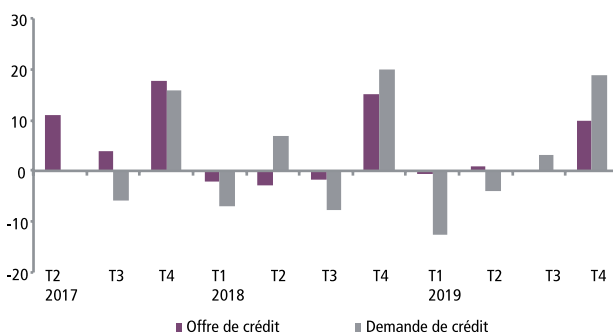
S'agissant des concours aux particuliers, leur rythme d'accroissement s'est stabilisé à 5,1%, recouvrant un ralentissement de 4,4% à 4,1% pour la progression des crédits à l'habitat et une accélération de 4,6% à 4,9% pour celle des prêts à la consommation.

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



Quant aux créances en souffrance, elles ont augmenté de 5,5% et leur ratio au crédit bancaire est demeuré quasi-inchangé à 7,7%. Cette évolution reflète des hausses de 14% de celles des ménages et de 0,6% de celles des entreprises non financières privées.

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



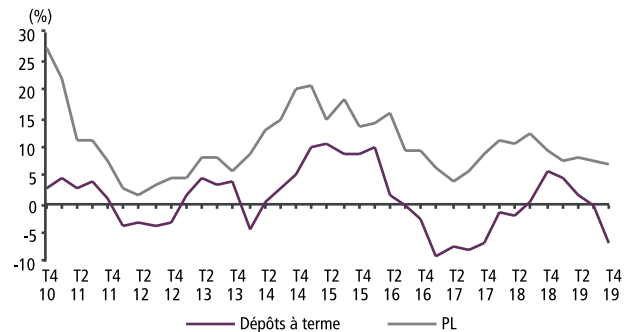
Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrus de 4% après 5,9% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre une décélération de 6,1% à 5,3% de la progression des crédits accordés par les sociétés de financement, une atténuation de 13,7% à 13,4% de la baisse des prêts distribués par les banques offshores et une accélération de 6,7% à 9,1% de la croissance de ceux des associations de microcrédit.

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2020 laissent indiquer une décélération de la progression du crédit bancaire à 5,1%. Pour ce qui est des prêts destinés au secteur non financier, leur rythme d'accroissement s'est accéléré 5,3%, recouvrant un ralentissement de 7,1% à 6,3% de la progression des prêts aux entreprises privées, une accélération de 4% à 4,5% de celle des crédits aux ménages et une légère hausse de 0,4% après une baisse de 2,1% des concours aux entreprises publiques.

S'agissant des agrégats de placements liquides, ils ont vu leur progression ralentir de 7,3% à 6,7% au quatrième trimestre 2019. Cette évolution traduit une décélération des rythmes d'accroissement de 6% à 4,6% pour les bons du Trésor et de 8,3% à 6,3% pour les titres des OPCVM obligataires. A l'inverse, les titres des OPCVM actions et diversifiés se sont renforcés de 13,4% après 1,8% un trimestre auparavant.

Sur l'ensemble de l'année 2019, la masse monétaire s'est accrue de 3,7% au lieu de 4,1% en 2018. Cette évolution recouvre un ralentissement de la progression des créances sur l'administration centrale de 21% à 5,6%, une accélération de 3,2% à 5,3% du crédit bancaire et une expansion de 6,5% des réserves internationales nettes, après un recul de 4,3% une année auparavant.

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



Encadré 3.1 : Nouvelles mesures non conventionnelles de politique monétaire

Dans son discours du 11 octobre 2019 à l'occasion de l'ouverture de la première session de la quatrième année législative de la 10^{ème} législature au siège du Parlement, Sa Majesté le Roi a appelé le système bancaire à « simplifier et faciliter les procédures d'accès au crédit, s'ouvrir davantage aux autoentrepreneurs, financer les petites et moyennes entreprises ». Il a ainsi exprimé son souhait que le Gouvernement et Bank Al-Maghrib, en coordination avec le Groupement Professionnel des Banques du Maroc (GPBM), « œuvrent à la mise au point d'un programme spécial d'appui aux jeunes diplômés, de financement des projets d'auto-emploi ».

En réponse aux orientations royales, Bank Al-Maghrib a élargi sa batterie de mesures non conventionnelles en faveur des TPME en y ajoutant les actions suivantes :

- **Mise en place d'un mécanisme de refinancement illimité** pour tous les prêts bancaires accordés aux groupes ciblés par le discours de sa Majesté le Roi. Ce mécanisme profitera également au secteur agricole ainsi qu'aux projets mis en œuvre en milieu rural. Il s'ajoute au programme mis en place depuis 2012 pour refinancer directement les crédits bancaires octroyés au profit des TPME.
- **L'application d'un taux d'intérêt préférentiel de 1,25%** dans le cadre du mécanisme de refinancement des banques pour les groupes concernés, soit 100 points de base en dessous du taux directeur.

- **La réduction des exigences en fonds propres** dans le cadre des règles prudentielles appliquées aux banques concernant les prêts accordés à cette catégorie d'entreprises.

Ces mesures constituent une composante du «Programme intégré d'appui et de financement des entreprises» élaboré afin de renforcer l'accès au financement des jeunes porteurs de projets et des TPE. Ce dernier inclut également la création d'un Compte d'affectation spéciale «Fonds d'appui au financement de l'entrepreneuriat» dans le cadre de la loi de finances 2020. Ce fonds, financé à parts égales par l'Etat et le secteur bancaire, est doté d'une enveloppe de 6 milliards de dirhams sur trois ans. Le fonds Hassan II a été appelé par Sa Majesté le Roi à contribuer à cette initiative en injectant dans le fonds 2 milliards de dirhams supplémentaires dédiés au monde rural.

Le programme comporte trois nouveaux produits disponibles à partir du 4 février 2020 au niveau du réseau bancaire, qui s'ajoutent aux produits déjà offerts par la Caisse Centrale de Garantie (CCG). Ils ciblent les auto-entrepreneurs, les jeunes diplômés, les micro-entreprises et TPE, l'informel et les petites entreprises exportatrices vers l'Afrique.

Il s'agit de deux produits de garantie et d'un prêt d'aide au démarrage des entreprises :

- **Damane Intelak** : Il vise à apporter une garantie de 80% du crédit plafonné à 1,2 million de dirhams pour les porteurs de projets ou les entreprises ayant moins de 5 ans d'activité et dont le chiffre d'affaires ne dépasse pas 10 millions de dirhams. Le financement est accordé à un taux fixe de 2%. Le financement peut être un crédit d'investissement ou de fonctionnement.
- **Damane Intelak Al Moustatmir Al Qaraoui** : Ce produit est adressé à la même population ciblée mais dans le monde rural, en plus des petites exploitations agricoles, les projets bâtis sur l'opération de Melkisation. Il vise à apporter, à l'image de celui adressé au monde urbain, une garantie de 80% du crédit, plafonné à 1,2 million de dirhams, et le financement est accordé à un taux fixe de 1,75%.

Pour ces deux produits, le demandeur de crédit ne sera pas amené à apporter des garanties personnelles. Les seules garanties demandées seront celles inhérentes au projet ainsi que celles apportées par la CCG.

Le troisième produit qui a été conçu pour aider les entreprises dans leur démarrage est :

- **Start-TPE** : Il cible les entreprises bénéficiant d'un prêt d'investissement de 300 mille dirhams maximum, garanti par le programme Intelaka et qui ont besoin d'un fonds de roulement de démarrage. Cette aide au démarrage prend la forme d'un prêt d'honneur de 50 mille dirhams au maximum accordé au taux 0% et sans exigence de sûretés. Il doit être remboursé en totalité au bout de la cinquième année.

Concernant les produits existants, ils seront améliorés par l'élargissement de leur couverture à l'ensemble des populations concernées et favoriser l'accès au financement.

1 Dans le cadre de ce programme, la définition des TPE a été élargie aux entreprises dont le CA ne dépasse pas 10 millions de dirhams, et celle des PME aux entreprises dont le CA est inférieur à 175 millions de dirhams.

3.2 Prix des actifs

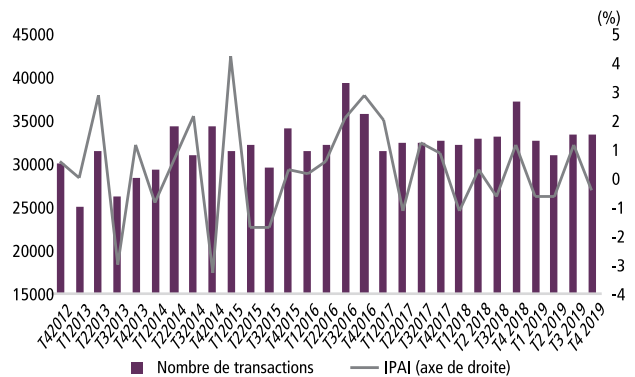
3.2.1 Actifs immobiliers

Au quatrième trimestre de 2019, l'indice des prix des actifs immobiliers a affiché une baisse trimestrielle de 0,4%. Cette évolution recouvre des diminutions des prix de 0,8% pour les terrains et de 0,4% pour les biens résidentiels, ainsi qu'une hausse de 2,3% de ceux des biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a régressé de 0,7%, en lien avec la baisse de 2,7% des ventes des actifs résidentiels. Les transactions portant sur les biens à usage professionnel ont augmenté de 17%, alors que celles portant sur les terrains ont stagné d'un trimestre à l'autre. Au niveau des principales villes, les baisses trimestrielles des prix ont varié de 0,3% à Casablanca à 3,1% à Rabat, alors que les accroissements ont été enregistrés à Agadir avec 1,8%, à El Jadida avec 0,9% et à Marrakech avec 0,6%.

Pour ce qui est du nombre des transactions, il a connu un accroissement dans la majorité des grandes villes, à l'exclusion d'Oujda et de Casablanca où il a baissé respectivement de 9,5% et de 5,1%.

Pour l'ensemble de l'année 2019, les prix des actifs immobiliers ressortent en quasi-stagnation par rapport à 2018 et ce, pour l'ensemble des catégories de biens. En parallèle, le volume de transactions a enregistré une baisse de 3,8% après une hausse de 4,8% en 2018. La contraction des ventes a concerné également l'ensemble des catégories de biens avec des diminutions de 10,2% pour les terrains, de 4,7% pour les biens à usage professionnel et de 1,9% pour le résidentiel.

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



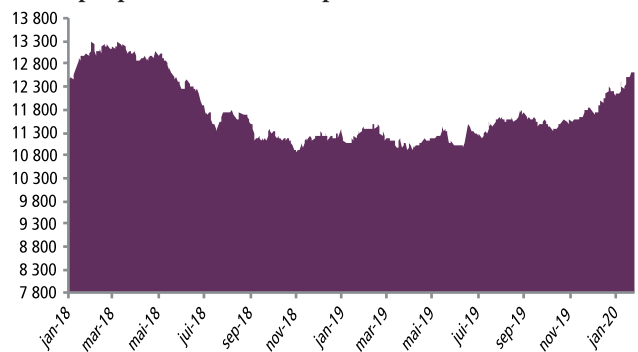
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

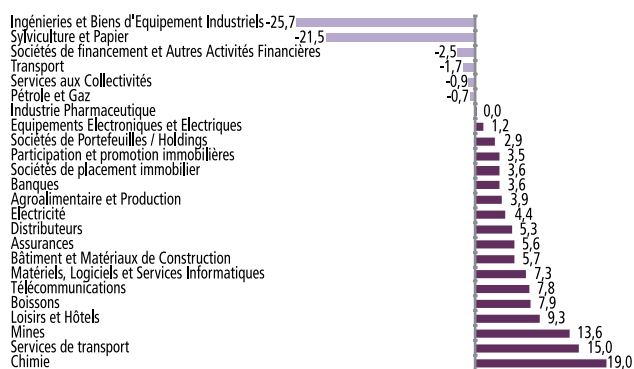
Au quatrième trimestre de 2019, le MASI a enregistré une hausse de 5,3%, portant sa performance annuelle à 7,1%. Cette évolution trimestrielle reflète principalement des accroissements des indices sectoriels des « banques » de 3,6%, de l'« agroalimentaire » de 3,9%, des « bâtiments et matériaux de construction » de 5,7% et des « boissons » de 7,9%.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca

Concernant le volume des transactions, il s'est élevé à 25,9 milliards au quatrième trimestre contre 13,5 milliards de dirhams un trimestre auparavant. Par compartiment, le chiffre d'affaires est passé de 5,5 milliards à 11 milliards sur le marché central et de 1,5 milliard à 12,7 milliards sur le marché de blocs. Pour ce qui est des augmentations de capital, elles se sont établies à 1,9 milliard après 2,2 milliards le trimestre précédent.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a affiché une progression trimestrielle de 5,5% pour atteindre 626,7 milliards de dirhams.

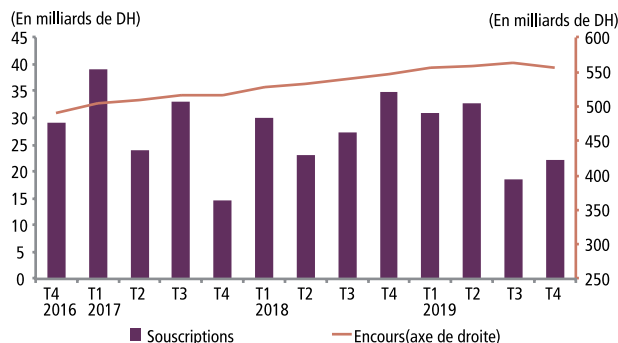
Les données du mois de février laissent apparaître une performance du Masi de 0,7% depuis le début de l'année. Le volume des échanges a atteint 4,2 milliards après 4,9 milliards en janvier et 6,3 milliards en moyenne durant l'année 2019. La capitalisation boursière s'est établie à 630,2 milliards, en hausse de 0,6% par rapport à décembre 2019.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 22,3 milliards de dirhams au quatrième trimestre, en hausse trimestrielle de 20%. Elles ont porté à hauteur de 59% sur des maturités longues et de 31% sur des maturités moyennes.

En février, les levées du Trésor se sont chiffrées à 9,7 milliards de dirhams dont 69% ont porté sur des maturités longues et 21% sur des maturités moyennes. Tenant compte des remboursements, d'un montant de 2,5 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est élevé à 579,3 milliards, en progression de 4% par rapport à fin décembre.

Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor



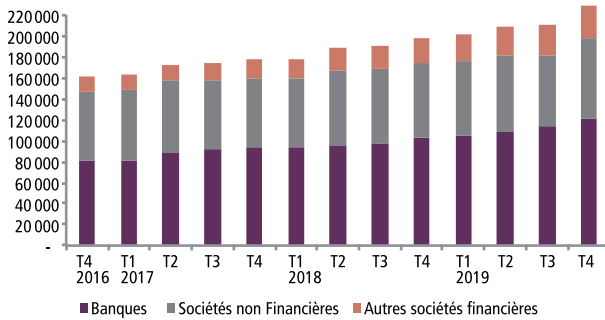
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont accrues de 110% à 33,9 milliards de dirhams au quatrième trimestre 2019. Les levées des banques ont atteint 19,5 milliards après 11,9 milliards et celles des entreprises non financières se sont élevées à 9,8 milliards contre 1,9 milliard.

En janvier, le montant des levées s'est établi à 4,6 milliards, après 19,9 milliards en décembre et 7,2 milliards en moyenne durant l'année 2019. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée a augmenté de 0,2%, depuis le début de l'année, pour atteindre 229,6 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.

évolution résulte d'une collecte nette de 6,5 milliards qui a concerné principalement les fonds monétaires.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au terme du quatrième trimestre de l'année, les souscriptions aux titres d'OPCVM ont diminué de 14,2% à 187 milliards et les rachats ont baissé de 19% à 177,7 milliards, soit une collecte nette de 9,3 milliards de dirhams qui a concerné les fonds « obligataires à moyen et long terme », « monétaires », « actions » et « diversifiés ». S'agissant des performances, elles se sont orientées à la hausse pour l'ensemble des fonds et ont varié entre 0,7% pour les fonds « obligataires à court terme » et 5,1% pour ceux « actions ».

Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM s'est accru de 3,7% à 470,6 milliards. Cette évolution reflète principalement des progressions de 6,9% pour les fonds « actions », de 3,4% et de 3,2% pour ceux « obligataire » et « monétaires » respectivement.

Les données arrêtées au 14 février indiquent une hausse de l'actif net des OPCVM de 0,9% depuis le début de l'année à 475 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre des augmentations de 7,6% pour les fonds « diversifiés », de 6,1% pour les OPCVM monétaires, de 3,2% pour les fonds « actions » et de 0,7% pour les OPCVM « obligataires à moyen et long termes ». En revanche, l'actif net des fonds « obligataires à court terme » et celui des OPCVM « contractuels » ont diminué de 6,8% et de 4,2% respectivement. Cette

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2019 s'est soldée par un déficit, hors privatisation, en creusement de 5,4 milliards à 47 milliards, ou 4,1% du PIB, et en dépassement de 3,6 milliards par rapport à la loi de finances 2019. Les recettes ordinaires, hors privatisation, ont augmenté de 4,6%, consécutivement à l'amélioration des rentrées fiscales et non fiscales, portées particulièrement par l'encaissement de recettes de 9,4 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,6%, résultat essentiellement d'une hausse de 7,3% des dépenses au titre des biens et services, alors que la charge de compensation s'est allégée de 9,3%. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 7,3% à 70,4 milliards. La dette publique directe aurait été ainsi de 66,1% du PIB après 65,3% à fin 2018.

En 2020, l'exécution budgétaire de janvier a fait ressortir un déficit de 1,9 milliard, au lieu d'un excédent de 674 millions un an auparavant. Cette évolution s'explique par une augmentation importante des dépenses courantes comparativement à celle des recettes. Les dépenses ordinaires se sont en effet alourdies de 24,7% à 27 milliards, en liaison essentiellement avec l'augmentation de 39,7% de la masse salariale, portée en partie par le cumul des deux augmentations programmées des salaires, et de 19,2% des dépenses des autres biens et services. En parallèle, les recettes ordinaires ont augmenté de 1% à 23,2 milliards, recouvrant une hausse de 1,3% de celles fiscales et un recul de 43,9% de celles non fiscales. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 3,7 milliards, au lieu d'un excédent de 1,4 milliard à fin janvier 2019. Celui des comptes spéciaux du Trésor s'est amélioré de 19,6% à 13,9 milliards.

Le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 5,9 milliards à fin janvier 2020, ce qui a porté le déficit de caisse à 7,8 milliards, contre 6,1 milliards à la même période en 2019. Il a eu recours à des ressources intérieures pour un montant net de 8,3 milliards pour financer ce besoin ainsi que le flux extérieur net négatif de 477 millions. Par conséquent, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 2% comparativement à son niveau à fin décembre 2019. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles ressortent favorables comme l'indique la baisse du taux moyen pondéré des titres émis par adjudications.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire du premier mois de 2020 fait ressortir une progression de 1% à 23,2 milliards des recettes ordinaires, recouvrant une hausse de 1,3% à 22,7 milliards des recettes fiscales et une diminution de 43,9% à 337 millions de celles non fiscales. L'évolution favorable du produit fiscal est attribuable principalement aux rentrées de la TVA et de l'IS, et dans une moindre mesure aux recettes de la TIC sur les produits énergétiques, de l'IR et des droits de douane et d'enregistrement et de timbre.

Les recettes des impôts directs ont augmenté de 4,3% pour atteindre 6,5 milliards, reflétant une hausse de 11% à 1,8 milliard des recettes de l'IS et de 2,2% à 4,6 milliards de celles de l'IR. L'évolution de ces dernières incorpore notamment un recul de 2,7% à 250 millions de l'IR sur les profits immobiliers et une hausse de

4,8% à 718 millions de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel.

Pour leur part, les impôts indirects ont enregistré une baisse de 1,2% à 11,9 milliards, résultat d'une progression de 3,9% à 9,2 milliards des recettes de la TVA et d'un recul de 15,5% à 2,7 milliards de celles de la TIC. L'évolution des rentrées de la TVA reflète un accroissement de 3,6% à 4,7 milliards des rentrées de la TVA à l'importation et de 4,2% à 4,6 milliards de celles de la TVA à l'intérieur. Cette dernière tient compte des remboursements d'un montant de 629 millions au lieu de 229 millions à fin janvier 2019.

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

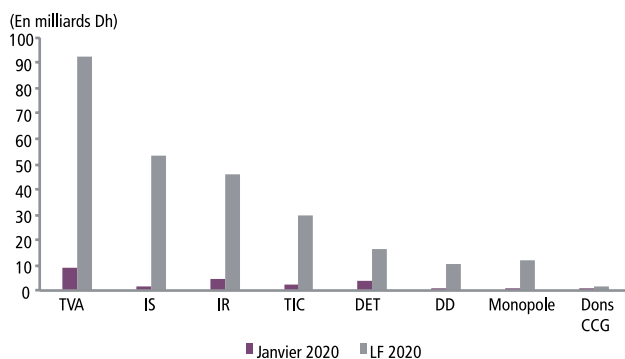
	Janv. 2019	Janv. 2020	Var en %	LF 2020	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	23,0	23,2	1,0	288,3	8,1
Recettes fiscales	22,4	22,7	1,3	255,0	8,9
- Impôts directs	6,2	6,5	4,3	105,4	6,2
Dont I.S	1,6	1,8	11,0	53,0	3,3
I.R	4,5	4,6	2,2	46,2	10,0
- Impôts indirects	12,0	11,9	-1,2	122,8	9,7
TVA*	8,9	9,2	3,9	92,7	10,0
TIC	3,1	2,7	-15,5	30,0	8,8
- Droits de douane	0,7	0,8	10,3	10,2	8,0
- Enregistrement & timbre	3,4	3,5	2,6	16,6	20,9
Recettes non fiscales	0,6	0,3	-43,9	30,0	1,1
- Monopoles	0,1	0,05	-50,0	12,2	0,4
- Autres recettes	0,5	0,3	-42,6	17,8	1,6
dont Dons CCG	0,01	0,02	100,0	1,8	1,2
Recettes des CST	0,0	0,2	-	3,3	6,3

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

S'agissant des recettes de la TIC, leur évolution recouvre notamment un repli de 40,3% à 907 millions pour la TIC sur les tabacs et une hausse de 6,6% à 1,6 milliard pour celle sur les produits énergétiques.

De leur côté, les rentrées des droits de douane et d'enregistrement et de timbre se sont améliorées de 10,3% à 818 millions et de 2,6% à 3,5 milliards, respectivement.

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



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

Note :

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

Pour leur part, les recettes non fiscales ont régressé de 43,9%, avec en particulier un encaissement de 22 millions de dirhams de dons du CCG, contre 11 millions un an auparavant, et de 53 millions des recettes de monopoles, provenant de Bank Al-Maghrib, au lieu d'un total de 106 millions en janvier 2019.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales à fin janvier 2020 se sont élevées à 39,1 milliards, en accroissement de 15%, résultat d'un alourdissement de 24,7% à 27 milliards des dépenses ordinaires et d'une régression de 2,1% à 12,1 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services se sont accrues de 30,4% à 21,5 milliards, en liaison avec l'augmentation de 39,7% à 12,6 milliards de la masse salariale et de 19,2% à 8,9 milliards des dépenses des autres biens et services, incorporant notamment des hausses de 56,3% à 5 milliards des versements aux établissements et entreprises publics et de 79,4% à 445 millions de ceux au profit des comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale est liée en partie au cumul des deux augmentations programmées des salaires, avec une hausse de 18,1% de sa composante structurelle et une baisse de 91,4% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel. Il est à noter à cet égard que la masse salariale inclut les charges sociales au titre de la part patronale classées auparavant au niveau des autres biens et services.

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

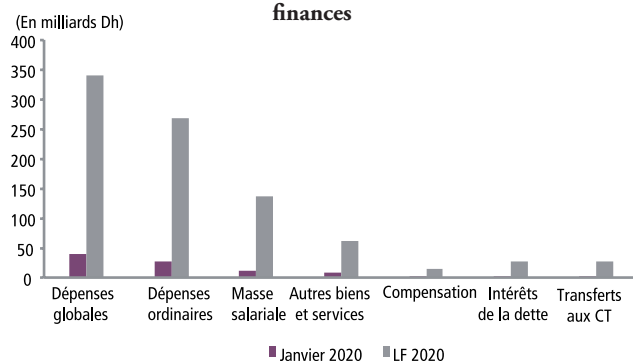
	Janv. 2019	Janv. 2020	Var. en %	LF 2020	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	34,0	39,1	15,0	339,6	11,5
Dépenses ordinaires	21,6	27,0	24,7	269,3	10,0
Biens et services	16,5	21,5	30,4	198,8	10,8
Personnel**	9,0	12,6	39,7	138,1	9,1
Autres biens et services	7,5	8,9	19,2	60,7	14,7
Intérêts de la dette	1,3	1,3	-0,6	28,0	4,7
Compensation	1,1	1,4	20,8	14,6	9,3
Transferts aux CT	2,7	2,8	3,9	27,8	10,0
Investissement	12,3	12,1	-2,1	70,4	17,2

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

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

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

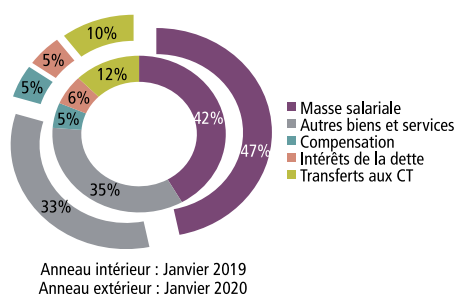
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

Les charges en intérêts de la dette ont baissé de 0,6% à 1,3 milliard, traduisant des diminutions de la même ampleur pour les intérêts sur la dette intérieure à 1,1 milliard et pour la dette extérieure à 249 millions.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

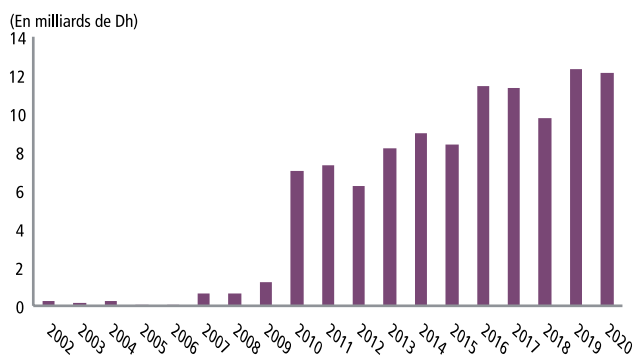


Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Concernant la compensation, les charges dues se sont alourdies de 20,8% à 1,4 milliard alors qu'en termes d'émissions, selon les données de la TGR, des paiements de 400 millions ont été effectués durant le mois de janvier 2020 alors qu'aucun paiement n'a été effectué en janvier 2019.

Pour ce qui est des dépenses d'investissement, elles ont reculé de 2,1% à 12,1 milliards, consécutivement à la baisse de 1,1% à 10,6 milliards des charges communes et de 8,1% à 1,5 milliard des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin janvier

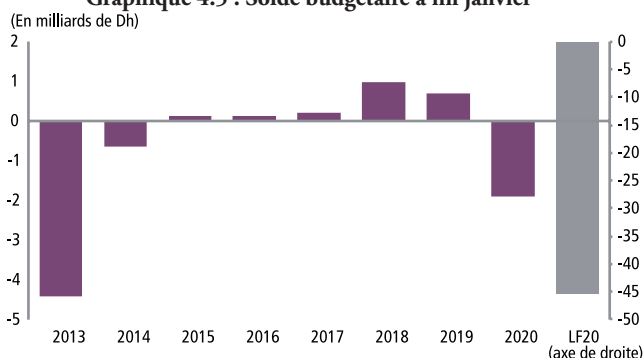


Source : MEFRA (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte des évolutions des recettes, des dépenses et d'une amélioration de 19,6% à 13,9 milliards du solde des comptes spéciaux du Trésor, le solde budgétaire est ressorti déficitaire à 1,9 milliard contre un excédent de 674 millions à fin janvier 2019. Le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 5,9 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 7,8 milliards contre 6,1 milliards un an auparavant.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin janvier



Source : MEFRA (DTFE).

Le flux de financement net extérieur ressort négatif à 477 millions au lieu de 641 millions un an auparavant. Ce flux, ainsi que le déficit de caisse ont été financés par des ressources intérieures nettes de 8,3 milliards, au lieu de 6,1 milliards à fin janvier 2019.

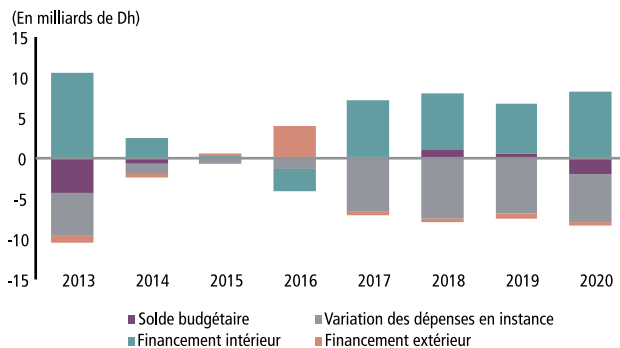
**Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)**

	Janv. 2019	Janv. 2020	LF 2020
Solde ordinaire	1,4	-3,7	19,1
Solde des CST	11,6	13,9	6,0
Solde primaire	2,0	-0,6	-17,3
Solde budgétaire	0,7	-1,9	-45,3
Variation des dépenses en instance	-6,8	-5,9	
Besoin de financement	-6,1	-7,8	-45,3
Financement intérieur	6,1	8,3	27,7
Financement extérieur	-0,6	-0,5	14,6
Privatisation	0,0	0,0	3,0

Source : MEFRA (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des bons du Trésor a porté sur un montant net de 14,9 milliards contre 3,1 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté principalement sur des bons à 15 ans à hauteur de 8 milliards, des bons à 2 ans pour 3,6 milliards, des bons à 20 ans et à 30 ans pour un montant de 1,7 milliard chacun et des bons à 10 ans pour 1,1 milliard. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné les bons à 52 semaines et 13 semaines pour des montants respectifs de 945 millions et de 400 millions.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin janvier*



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

Source : MEFRA (DTFE).

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications demeurent favorables. Les taux moyens pondérés (TMP) ont marqué des baisses par rapport à ceux de janvier 2019. Les TMP des bons à

52 semaines et à 2 ans ont diminué de 12 pdb à 2,32% et de 21 pdb à 2,36%, respectivement. Pour les maturités longues, les taux ont poursuivi leur tendance baissière, avec un repli de 78 pdb pour celles à 15 ans à 2,94%.

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

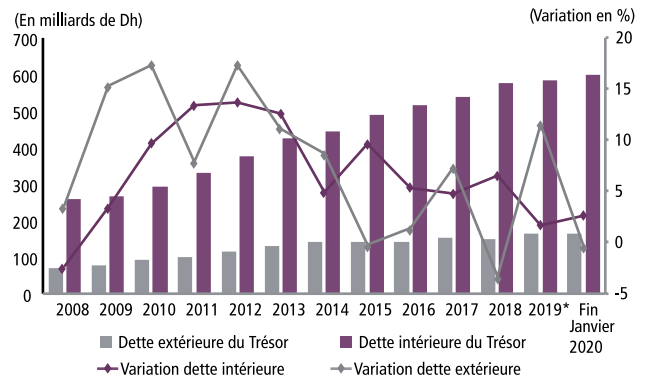
	2015	2016	2017	2018	2019*	Fin janv. 2020*
Dettes extérieures du Trésor	140,8	142,8	153,2	148,1	165,1	164,6
Var en %	-0,2	1,4	7,3	-3,4	11,5	-0,3
Dettes intérieures du Trésor	488,4	514,7	539,1	574,6	584,6	599,9
Var en %	9,6	5,4	4,8	6,6	1,7	2,6
Encours de la dette directe	629,2	657,5	692,3	722,7	749,7	764,5
Var en %	7,3	4,5	5,3	4,4	3,7	2,0

Source : MEFRA (DTFE).

* Pour les dettes à fin 2019 et à fin janvier 2020, elles sont estimées sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Dans ces conditions, les estimations de la dette publique directe basées sur les flux de financement font ressortir une hausse de 2% de son encours par rapport à son niveau à fin décembre 2019. Cette évolution résulte d'une progression de 2,6% de la composante intérieure et d'une baisse de 0,3% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Source : MEFRA (DTFE), estimations BAM.

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2019

Au terme de l'exercice budgétaire 2019, le déficit, hors privatisation, s'est établi à 47 milliards, soit 4,1% du PIB, en creusement de 5,4 milliards par rapport à 2018, et en dépassement de 3,6 milliards par rapport à la LF 2019. Les recettes ordinaires se sont raffermies de 4,6% à 270,9 milliards, traduisant principalement la performance des rentrées non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,6% à 249,8 milliards, résultat essentiellement d'une hausse de 7,3% des dépenses au titre des biens et services, alors que la charge de compensation s'est allégée. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 21,1 milliards, en hausse de 3,7%, ce qui a permis de financer 30% des dépenses d'investissement en hausse de 7,3% 70,4 milliards.

Réalisées à hauteur de 96,9%, les recettes fiscales se sont élevées à 238,2 milliards, en amélioration de 1,3%, reflétant les hausses de celles des impôts indirects et dans une moindre mesure celles des impôts directs qui ont été impactées par le recul des recettes de l'IS et l'IR. En effet, le produit des impôts indirects a progressé de 2,4% à 117,6 milliards, traduisant un raffermissement de 5,6% à 29,9 milliards des rentrées de la TIC et de 1,3% à 87,7 milliards de celles de la TVA. La TVA à l'importation a procuré 56,1 milliards, en accroissement de 2,6% et celle à l'intérieur 31,6 milliards, en baisse de 0,9%, laquelle tient compte de remboursements de 9,8 milliards au lieu de 7,3 milliards un an auparavant. Concernant la TIC, elle incorpore principalement des augmentations de 5,6% à 16,6 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 4,8% à 11,3 milliards de celle sur les tabacs. Pour leur part, les impôts directs ont drainé une recette de 95,8 milliards, en légère hausse de 0,3%, recouvrant principalement une rentrée de 2,1 milliards au titre de la contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires ainsi que des diminutions de 1,6% à 48,9 milliards des recettes de l'IS et de 0,5% à 42,1 milliards de celles de l'IR. De leur côté, les rentrées de droits de douane et d'enregistrement et de timbre ont connu des augmentations de 0,8% à 9,8 milliards et de 0,5% à 15,1 milliards, respectivement.

Tableau E 4.1.1: Exécutions budgétaires de 2018 et 2019, en milliards de dirhams

	2018	2019	Ecart		Exécution /LF 2019
			en %	en valeur	
Recettes ordinaires	259,1	270,9	4,6	11,8	101,5
Recettes fiscales*	235,1	238,2	1,3	3,1	96,9
- Impôts directs	95,5	95,8	0,3	0,2	93,3
Dont I.S	49,7	48,9	-1,6	-0,8	94,0
I.R	42,3	42,1	-0,5	-0,2	94,4
- Impôts indirects	114,9	117,6	2,4	2,7	101,5
TVA	86,6	87,7	1,3	1,1	101,1
TIC	28,3	29,9	5,6	1,6	102,7
- Droits de douane	9,7	9,8	0,8	0,1	103,6
- Enregistrement et timbre	15,0	15,1	0,5	0,1	83,8
Recettes non fiscales	20,2	28,9	43,1	8,7	163,1
- Monopoles	9,3	10,5	12,9	1,2	91,7
- Autres recettes	10,9	18,4	68,8	7,5	293,8
Y.c. Dons CCG	2,8	1,6	-41,4	-1,2	81,9
Recettes a/t mécanismes innovants	0,0	9,4	-	9,4	-
Recettes decertains CST	3,8	3,8	0,8	0,0	115,4
Dépenses globales	304,3	320,2	5,2	15,9	101,2
Dépenses ordinaires	238,7	249,8	4,6	11,1	96,5
Biens et services	168,7	181,1	7,3	12,4	97,0
Personnel	106,2	111,5	5,0	5,3	99,4
Autres biens et services	62,5	69,6	11,3	7,1	93,3
Intérêts de la dette publique	26,3	26,3	0,0	0,0	95,1
Compensation	17,7	16,1	-9,3	-1,6	87,5
Transferts aux CT	26,0	26,3	1,3	0,3	101,1
Solde ordinaire	20,4	21,1			
Investissement	65,6	70,4	7,3	4,8	122,2
Solde des CST	3,6	2,3			
Solde budgétaire	-41,7	-47,0			
En points du PIB	-3,8	-4,1			
Solde primaire	-15,3	-20,7			
Variation des opérations en instance	0,4	-4,5			
Solde de financement	-41,3	-51,5			
Financement intérieur	43,1	29,2			
Financement extérieur	-1,8	17,0			
Privatisation	0,0	5,3			

Sources : - MEFRA (DTFE)

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.

En ce qui concerne les recettes non fiscales, elles ont augmenté de 43,1% à 28,9 milliards. Cette évolution est attribuable notamment à des encaissements de recettes de 9,4 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques et de 1,6 milliard de dons du CCG contre 2,8 milliards une année auparavant. Quant aux recettes de monopoles, elles se sont élevées à 10,5 milliards, au lieu de 9,3 milliards à fin 2018, dont 3 milliards proviennent de l'ANCFCC, 2,7 milliards de l'OCP et 1,5 milliard de Maroc Télécom.

En regard, les dépenses globales se sont alourdies de 5,2% à 320,2 milliards, soit un taux d'exécution de 101,2% de la loi de finances, reflétant des augmentations de 4,6% à 249,8 milliards des dépenses ordinaires et de 7,3% à 70,4 milliards des investissements. Les dépenses de fonctionnement ont atteint 181,1 milliards, en hausse de 7,3%, résultat des augmentations de la masse salariale de 5% à 111,5 milliards et des dépenses des autres biens et services de 11,3% à 69,6 milliards. Quant aux charges en intérêts de la dette, elles se sont stabilisées à 26,3 milliards, avec une légère baisse de 0,1% à 22,6 milliards des intérêts sur la dette intérieure. Pour sa part, la charge de compensation s'est allégée de 9,3% à 16,1 milliards, correspondant à un taux d'exécution de 87,5% de la loi de finances.

Compte tenu d'une réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 4,5 milliards, le déficit de caisse, hors privatisation, s'est établi à 51,5 milliards, en creusement de 10,2 millions. Outre les recettes de privatisation de 5,3 milliards, ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 29,2 milliards et par des concours extérieurs nets de 17 milliards, dont 10,6 milliards levés sur le marché financier international.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au troisième trimestre 2019, la croissance a ralenti à 2,1% contre 3% un an auparavant. Cette évolution reflète une baisse de 5,3%, après une hausse de 3,8%, de la valeur ajoutée agricole, alors que les activités non agricoles ont connu une accélération de leur rythme de 2,6% à 3%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a enregistré une contribution à la croissance de 1,8 point au lieu de 6,4 points à la même période de 2018, tandis que les exportations nettes y ont participé à hauteur de 0,3 point, après une contribution négative de 3,5 points une année auparavant.

Sur l'ensemble de l'année 2019, la croissance nationale se serait établie à 2,3%, après 3% en 2018, sous l'effet du recul de 5,3%, contre un accroissement de 4%, de la valeur ajoutée agricole, celle des activités non agricoles s'étant améliorée de 3,3% après 2,6%. Au premier trimestre 2020, elle devrait s'établir à 1,8%, avec un repli de 3,4% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 2,2% de celle non agricole.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a généré 165 mille emplois nets en 2019 après 111 mille un an auparavant. Au niveau sectoriel, à l'exception de l'agriculture qui a connu une sensible perte, les autres secteurs ont enregistré des hausses, particulièrement importantes dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 135 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage est revenu de 9,5% à 9,2% au niveau national, de 13,8% à 12,9% dans les villes et est passé en revanche de 3,6% à 3,7% dans les campagnes. Concernant le coût du travail, les dernières données disponibles relatives au quatrième trimestre 2019 montrent une augmentation annuelle de l'indice des salaires dans le secteur privé de 2,1% en termes nominaux après 0,9% un an auparavant et de 1,4% en termes réels au lieu de 0,1%.

5.1 Demande intérieure

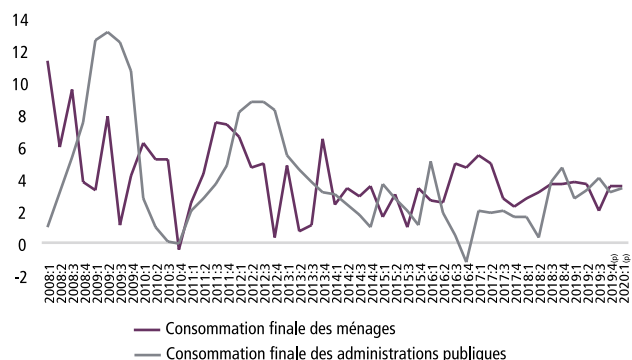
5.1.1 Consommation

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 2019 font ressortir un ralentissement du rythme d'accroissement de la consommation finale des ménages à 2% contre 3,6% un an auparavant, ramenant sa participation à la croissance à 1,2 point de pourcentage au lieu de 2,1 points. Elle aurait poursuivi sa décélération au quatrième trimestre 2019, revenant de 3,7% à 3,5%, comme le laisse entrevoir la dégradation de 2 points de l'indice de confiance des ménages, la décélération des importations de biens finis de consommation de 10,3% à 1,6%. Au premier trimestre de 2020, cette évolution devrait se poursuivre avec une croissance autour de 2,8%.

Pour ce qui est de la consommation finale des administrations publiques, son rythme s'est accru à 4% au troisième trimestre, au lieu de 3,7% un an auparavant, portant sa contribution à la croissance à 0,8 point de pourcentage contre 0,7 point à la même

période une année auparavant. Il se serait par la suite établi à 3,2% au quatrième trimestre et devrait s'accroître à 3,4% au premier trimestre 2020.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au troisième trimestre 2019, l'investissement a accusé une baisse de 0,4% au lieu d'une hausse de 11,4%

un an auparavant, contribuant ainsi négativement à la croissance à hauteur de 0,2 point de pourcentage contre une participation positive de 3,7 points. Au quatrième trimestre, son évolution se serait située à 1,7%, soit un rythme quasi-inchangé par rapport à l'année précédente. En effet, les indicateurs infra-annuels font ressortir des évolutions mitigées. Le flux des investissements du Trésor a progressé de 11,5% après une baisse de 9,5% un an auparavant, tandis que les importations de biens d'équipement ont accusé un repli de 5,2% au lieu d'une hausse de 8,7%. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture trimestrielle de Bank Al-Maghrib dans le secteur industriel indiquent que le climat des affaires a été qualifié de «normal» par la majorité des entreprises sondées.

Au premier trimestre de l'année en cours, le rythme de l'investissement devrait évoluer de 2% au lieu de 1,7% un an auparavant.

5.2 Demande extérieure

La demande extérieure s'est redressée au troisième trimestre, avec une contribution à hauteur de 0,3 point de pourcentage à la croissance, au lieu d'une participation négative de 3,5 points à la même période de l'année précédente. Le rythme des exportations de biens et services a affiché une hausse de 7,9% au lieu de 2,7%, tandis que celui des importations a ralenti à 5,5% au lieu de 9,8%.

Au quatrième trimestre, les exportations nettes en volume auraient affiché une contribution négative de 0,8 point à la croissance reflétant la décélération du taux d'accroissement des exportations de biens et services à 3,5% après 5,2% un an auparavant. Pour ce qui est des importations, leur rythme aurait décéléré de 5,4% à 4,4%, en liaison notamment avec la baisse des importations de produits énergétiques et celles des biens d'équipement. Ces dernières ont connu des replis en termes nominaux de 13,2% et 5,2% au

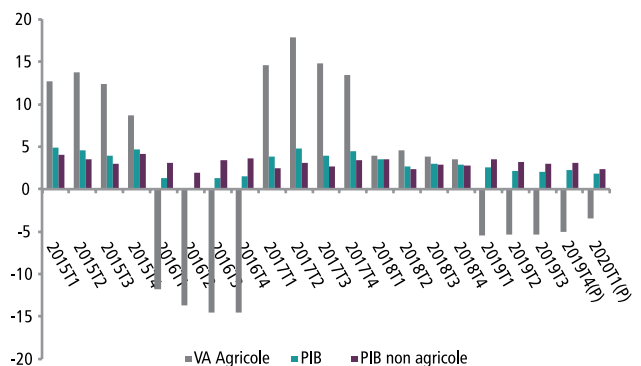
lieu de hausses respectives de 14,3% et 8,7% un an auparavant.

En termes de perspectives, les exportations en volume au titre du premier trimestre 2020 devraient progresser de 2,5% au lieu de 1,7% et les importations en volume évolueraient de 4,2% après 3% au même trimestre une année auparavant.

5.3 Offre globale

Au troisième trimestre 2019, la croissance a ralenti à 2,1% contre 3% un an auparavant, résultat d'un repli de 5,3%, au lieu d'une hausse de 3,8%, de la valeur ajoutée agricole et d'une augmentation de 2,6% à 3% du rythme des activités non agricoles. Cette tendance se serait poursuivie au quatrième trimestre, la croissance se serait établie à 2,3% contre 2,8% un an auparavant, sous l'effet d'un recul de 5%, au lieu d'une progression de 3,5%, de la valeur ajoutée agricole, celle des activités non agricoles s'étant accélérée de 2,5% à 3,1%.

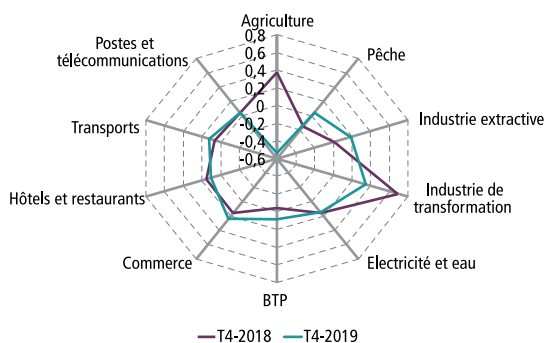
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Sur le plan sectoriel, l'activité se serait accélérée à 6,5% au quatrième trimestre contre 0,4% à la même période un an auparavant pour les industries minières et aurait maintenu son rythme autour de 6% pour la branche «électricité et eau». Parallèlement, la valeur ajoutée aurait augmenté de 1,6%, après une contraction de 0,8% dans le BTP et aurait en revanche nettement ralenti de 4,2% à 2,1% dans les industries manufacturières.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant des activités tertiaires, la croissance serait passée de 2% à 3% pour la branche « commerce » et de 1,8% à 3,4% pour les services de transport, et aurait maintenu son rythme autour de 2% pour le secteur des postes et télécommunications. Elle aurait, en revanche, ralenti de 5,8% à 3,9% pour la branche « hôtels et restaurants ».

Au premier trimestre 2020, le rythme de l'activité devrait connaître un nouveau repli de 3,4% après 5,5% dans l'agriculture. Dans les secteurs non agricoles, il devrait revenir de 3,8% à 2,2%, en lien notamment avec un recul dans la branche « électricité et eau » et une décélération dans les activités industrielles, touristiques et du commerce.

5.4 Marché du travail et capacités de production¹

5.4.1 Activité et emploi

En 2019, le marché du travail a été caractérisé par une hausse de 1,1% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12,1 millions de personnes. Cette évolution recouvre une augmentation de 3,1% en milieu urbain et une diminution de 1,7% en zones rurales. Tenant compte de la progression de la population en âge d'activité, le taux de participation a poursuivi sa tendance baissière au niveau national à un

rythme, toutefois moindre, revenant de 46% à 45,8%, alors que dans les villes, il s'est accru de 42% à 42,3%.

En parallèle, les créations d'emplois se sont élevées à 165 mille postes, au lieu de 111 mille en 2018, portant ainsi la population active occupée à près de 11 millions de personnes, en accroissement de 1,5%. Cette évolution est le résultat d'une importante création de 308 mille dans les activités non agricoles qui a plus que compensé la perte de 146 mille emplois dans l'agriculture. Par secteur d'activité, les services ont créé 267 mille postes, contre 24 mille dans le BTP et 17 mille dans l'industrie y compris l'artisanat.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a accusé une baisse de 2,6% à 1,1 million de personnes et le taux de chômage est passé de 9,5% à 9,2% au niveau national, de 13,8% à 12,9% dans les villes et de 3,6% à 3,7% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a diminué de 0,7 point à 24,9% globalement et de 2,6 points à 39,2% dans les villes. De même, le taux de sous-emploi² s'est légèrement replié de 9,3% à 9,2% au niveau national, de 8,4% à 8,3% en milieu urbain et de 10,6% à 10,4% en zones rurales.

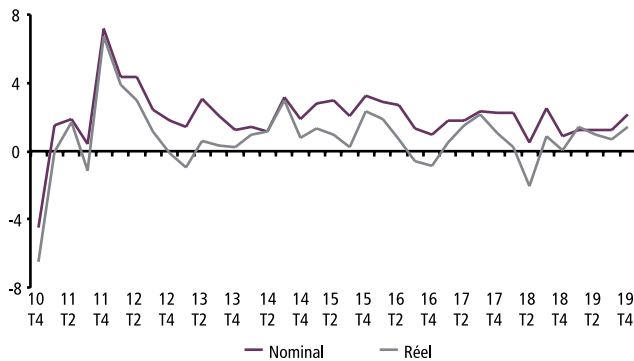
5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail aurait reculé de 1% en 2019, après une légère progression de 0,4%, traduisant une accélération de 2,6% à 3,3% de la valeur ajoutée et de 2,3% à 4,3% des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, s'est apprécié de 2,1% en termes nominaux au quatrième trimestre 2019 après 0,9% à la même période de l'année précédente et de 1,4% en termes réels au lieu de 0,1%.

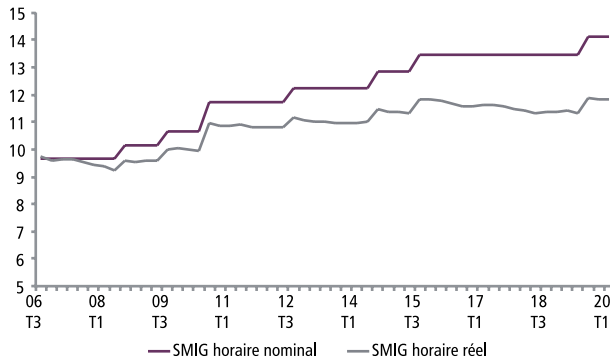
¹ Le HCP a publié, le 9 octobre 2019, un communiqué relatif à la révision des données de l'enquête nationale sur l'emploi (ENE) diffusées à partir du deuxième trimestre 2018. Celui-ci fait suite au premier communiqué du 7 août, et dans lequel le HCP informe de sa décision de suspendre provisoirement 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.

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.

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

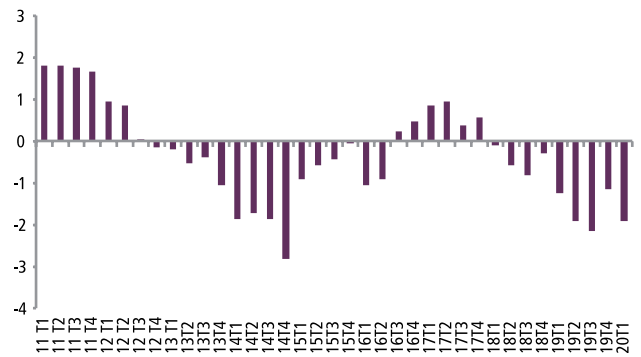
Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est maintenu au quatrième trimestre 2019 à 14,13 dirhams en termes nominaux. Tenant compte d'une hausse de 0,7% de l'indice des prix à la consommation, il aura enregistré une progression en termes réels de 4,2% et devrait augmenter de 3,6% au premier trimestre 2020.

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

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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours du quatrième trimestre 2019 et du premier trimestre 2020.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)

Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	2018	2019
Taux d'activité (en %)	46,0	45,8
Urbain	42,0	42,3
Rural	53,2	52,2
Taux de chômage (en %)	9,5	9,2
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	25,6	24,9
Urbain	13,8	12,9
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	41,8	39,2
Rural	3,6	3,7
Créations d'emplois (en milliers)	111	165
Urbain	154	250
Rural	-43	-85
Secteurs		
- Agriculture	-46	-146
- Industrie y compris l'artisanat	44	17
- BTP	-30	24
- Services	142	267
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	0,4	-1,0
	T4 2018	T4 2019
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal 0,9	2,1
	Réel 0,1	1,4

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

L'accélération de l'inflation au cours du quatrième trimestre 2019 prévue dans le dernier Rapport sur la politique monétaire s'est confirmée. L'inflation s'est, en effet, établie à 0,7% après 0,5% au cours du troisième trimestre. Sa moyenne sur l'ensemble de l'année 2019 est ressortie à un niveau faible de 0,2% contre 1,9% en 2018. En janvier 2020, l'inflation a atteint 1,3%, portée par le renchérissement de 6%, après 2,6% en moyenne au quatrième trimestre, des produits alimentaires à prix volatils ainsi que par l'augmentation de 13,9%, contre une baisse de 0,5%, des prix des carburants et lubrifiants. De surcroit, l'inflation sous-jacente est passée à 0,5% après 0,3% le trimestre précédent, reflétant l'atténuation du repli des prix de sa composante alimentaire et la hausse ponctuelle des primes d'assurance de transport. En revanche, la progression des tarifs des produits réglementés s'est limitée à 0,5% au lieu de 1,6% le trimestre précédent traduisant la dissipation de l'effet de la hausse des prix des tabacs une année auparavant.

Au premier trimestre 2020, l'inflation devrait s'établir à 1,3% tandis que sa composante sous-jacente se situerait à 0,7%.

6.1 Evolution de l'inflation

En dépit de son accélération graduelle depuis le deuxième trimestre 2019, l'inflation est restée faible, s'établissant à 0,7% au quatrième trimestre 2019 et à 0,2% en moyenne sur l'ensemble de l'année.

En janvier 2020, elle a atteint 1,3% portée par une hausse plus marquée qu'au quatrième trimestre des prix des produits alimentaires à prix volatils, une augmentation, après une baisse, de ceux des carburants et lubrifiants et, dans une moindre mesure, par une accélération de l'inflation sous-jacente. L'effet de ces progressions a été, toutefois, atténué par un ralentissement des tarifs des produits réglementés.

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

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont augmenté de 6% en janvier après 2,6% au quatrième trimestre 2019, reflétant principalement la hausse de 29,9%, contre une diminution de 17%, des prix des « agrumes ». De surcroit, le renchérissement de 13,1%, après 8,1%, des « fruits frais » et l'atténuation de la baisse à 2%, après 4,2%, de ceux des « volailles et lapins » ont également contribué à cette évolution. En revanche, les prix des « poissons frais » se sont repliés de 1,5% après -0,2% au quatrième trimestre 2019.

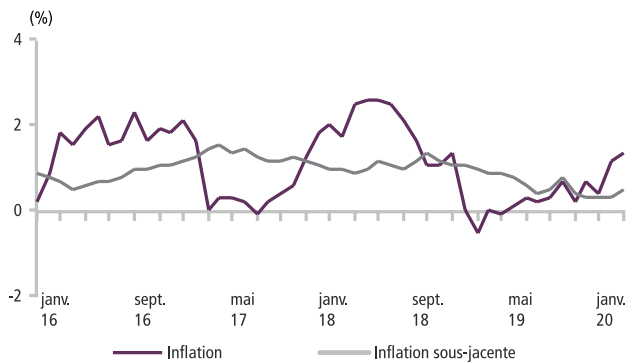
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	nov. 19	déc. 19	janv. 20	nov. 19	déc. 19	janv. 20
Inflation	0,4	0,0	-0,1	0,4	1,2	1,3
- Produits alimentaires à prix volatils	3,3	0,0	-1,6	0,7	4,5	6,0
- Carburants et lubrifiants	-1,3	-0,2	2,0	-3,2	5,9	13,9
- Produits réglementés	0,1	0,0	0,0	1,6	1,5	0,5
Inflation sous-jacente	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5
- Produits alimentaires	0,1	0,0	0,2	-1,0	-1,0	-0,6
- Articles d'habillement et chaussures	0,2	0,0	0,0	1,2	1,2	1,3
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,1	-0,3	0,1	1,7	1,4	1,3
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,4	-0,1	0,8	1,2	0,4
- Santé ¹	0,0	0,1	0,3	3,7	3,1	2,9
- Transport ²	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	-0,5	-0,2
- Communication	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
- Loisirs et cultures ¹	-0,1	0,0	-0,1	1,9	1,9	1,8
- Enseignement	0,4	0,0	0,0	2,7	2,7	2,7
- Restaurants et hôtels	0,2	0,0	0,1	1,5	1,4	1,4
- Biens et services divers ¹	0,1	0,0	1,0	0,9	0,9	1,9

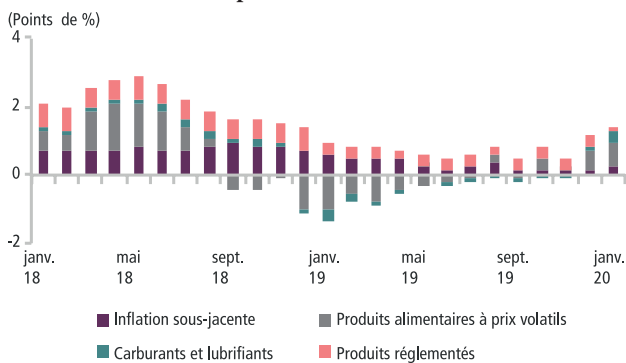
¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

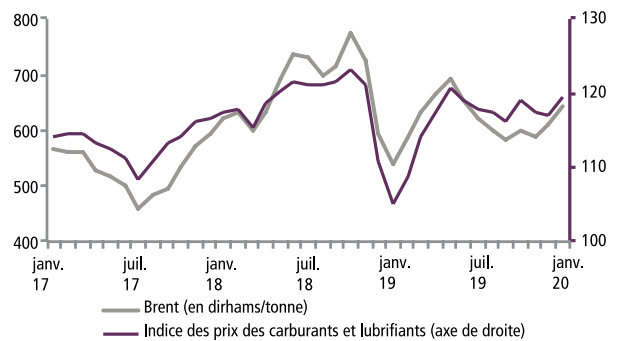
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en glissement annuel)

Au total, la contribution des prix des produits alimentaires à prix volatils à l'inflation est ressortie à 0,7 point en janvier contre 0,3 point en moyenne au quatrième trimestre 2019.

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

Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont enregistré une hausse notable de 13,9% après avoir baissé de 0,5% en moyenne durant le dernier trimestre de 2019, en lien avec l'évolution des prix internationaux des produits pétroliers. En effet, en dépit de sa hausse modérée de 62,7\$/bl au quatrième trimestre 2019 à 63,6\$/bl en janvier 2020, l'évolution, en comparaison annuelle, du prix du Brent reflète l'effet de base lié à son reflux de 67,4\$/bl au quatrième trimestre 2018 à 59,3\$/bl en moyenne en janvier 2019.

La contribution de l'évolution des prix de ces produits à l'inflation est passée à 0,3 point de pourcentage au lieu de 0,2 point en moyenne au quatrième trimestre 2019.

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

S'agissant des tarifs des produits réglementés, leur rythme de hausse a décéléré à 0,5% après 1,6% en moyenne durant le trimestre précédent, traduisant la dissipation de l'augmentation en janvier 2019 des prix des tabacs. Leur contribution à l'inflation est ressortie à 0,2 point de pourcentage au lieu de 0,4 point.

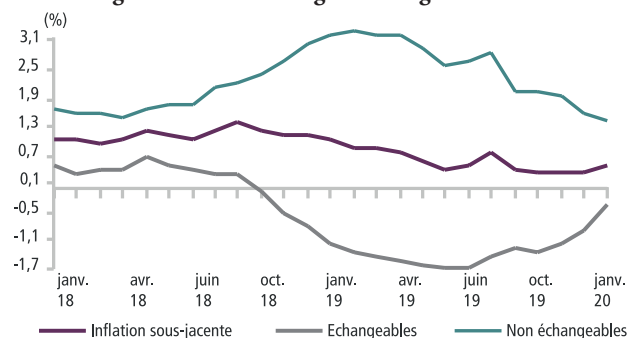
6.1.2 Inflation sous-jacente

Après avoir atteint un niveau faible de 0,3% au dernier trimestre de 2019, l'inflation sous-jacente a légèrement augmenté à 0,5% en janvier 2020.

Cette accélération est attribuable principalement à l'atténuation de la baisse des prix de sa composante alimentaire de 1% à 0,6% et à la hausse du rythme de progression des prix des biens et services divers de 0,9% à 1,9%, elle-même liée au rehaussement des primes d'assurance de transport induit par l'instauration de taxe parafiscale de solidarité contre les événements catastrophiques.

La décomposition du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que son accroissement résulte de la baisse moins prononcée des prix des produits échangeables qui a contrebalancé le ralentissement de l'inflation des non échangeables.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

Entamé depuis le quatrième trimestre 2018, le repli des prix des biens échangeables s’est réduit à 0,3% en janvier, après 1,1% en moyenne un trimestre auparavant, reflétant en particulier l’atténuation de la régression des prix des huiles de 7,9% à 1,8%. Leur contribution à l’inflation sous-jacente est passée de -0,6 point de pourcentage à -0,2 point.

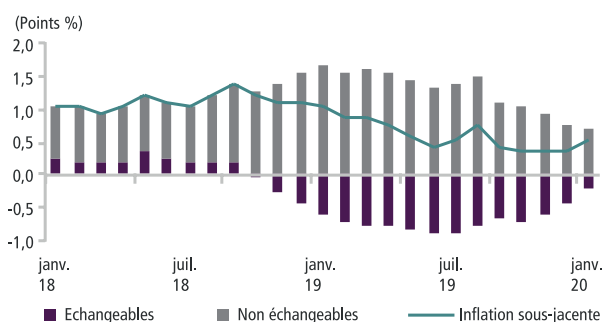
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 19	déc. 19	janv. 20	nov. 19	déc. 19	janv. 20
Biens échangeables	0,0	0,0	0,1	-1,2	-0,8	-0,3
Biens non échangeables	0,1	0,0	0,2	1,9	1,6	1,4
Inflation sous-jacente	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,5

Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, le rythme de progression des prix des biens non échangeables a ralenti de 1,9% à 1,4%, en lien principalement avec la décélération de 2,1% à 0,4% du rythme d’accroissement des prix des viandes fraîches. Leur contribution à l’inflation sous-jacente est ressortie à 0,7 point de pourcentage contre 0,9 point.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

Encadré 6.1 : Evolution de l’inflation en 2019

En 2019, l’inflation a sensiblement décéléré, revenant de 1,9% à 0,2%. Ce ralentissement a concerné aussi bien l’inflation sous-jacente que les prix des produits exclus de cette dernière.

Ainsi, l’inflation sous-jacente s’est établie à 0,6% au lieu de 1,1%, orientée essentiellement par la baisse de 0,6%, contre une progression de 0,8%, des prix de sa composante alimentaire, en particulier « les huiles », « les légumineuses sèches » et « les huiles et graisses » dont les prix ont reculé de 10,3%, 11,9% et 1,5% respectivement.

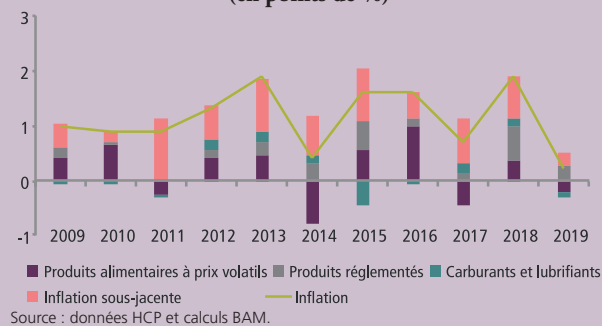
Pour leur part, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont diminué de 1,4% alors qu’ils avaient augmenté de 2,6% un an auparavant, reflétant une régression quasi généralisée des prix de cette catégorie de produits.

A l’exception des « légumes frais » et des « céréales non transformées » qui ont enregistré des hausses respectives de 4,8% et de 1,2%, les prix des autres produits ont connu des baisses allant de 23,4% pour « les agrumes » à 0,8% pour « les poissons frais ».

En outre, la progression des tarifs des produits réglementés s’est limitée à 1,5% après 2,8% en 2018, résultat de la dissipation de l’effet de la hausse antérieure des droits de timbre qui a plus que contrebalancé le renchérissement plus marqué des « tabacs ».

Les prix des carburants et lubrifiants ont, quant à eux, accusé un repli de 2,8% contre un accroissement de 5,2%, attribuable au reflux des cours internationaux du pétrole brut.

Graphique E 6.1.1 : Contributions à l’inflation (en points de %)



Source : données HCP et calculs BAM.

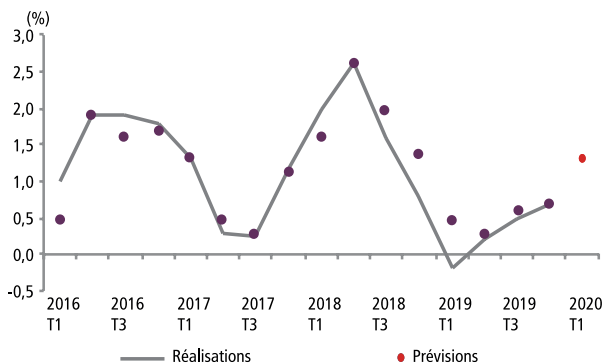
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait poursuivre sa tendance haussière pour atteindre 1,3% au premier trimestre 2020, portée par l'accélération prévue de sa composante sous-jacente, des prix des produits alimentaires à prix volatils et de ceux des carburants et lubrifiants.

En effet, l'inflation sous-jacente devrait s'établir à 0,7% après 0,3% un trimestre auparavant. Pour leur part, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient s'accroître de 5,5% après 2,6% au quatrième trimestre. Dans le même sens, les prix des carburants et lubrifiants devraient progresser de 3,7% après un repli de 0,5% au quatrième trimestre.

En revanche, en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales, les tarifs des produits réglementés ne progresseraient que de 0,7% au lieu de 1,6% le trimestre précédent, tirés par la dissipation de l'effet du relèvement des prix des tabacs opéré en janvier 2019.

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



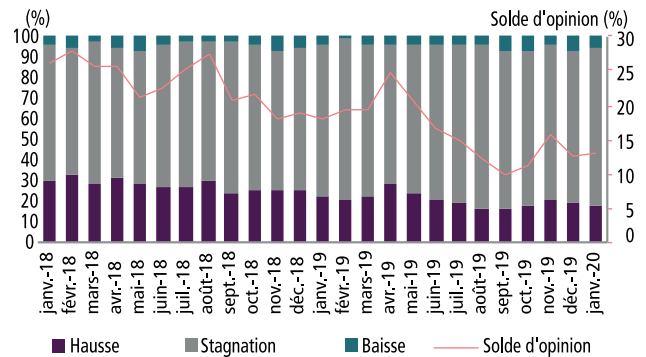
Source : BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de janvier 2020 indiquent que 76% des industriels enquêtés tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 18% anticipent une hausse

de l'inflation et 6% prévoient une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 13%.

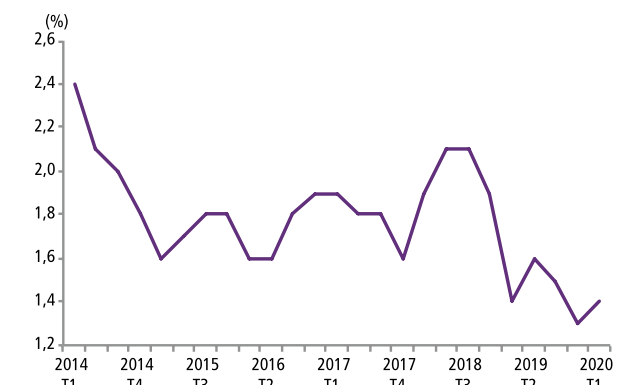
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises



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 premier trimestre 2020 indiquent que les experts financiers anticipent, une inflation de 1,4% sur l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 1,3% un trimestre auparavant.

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

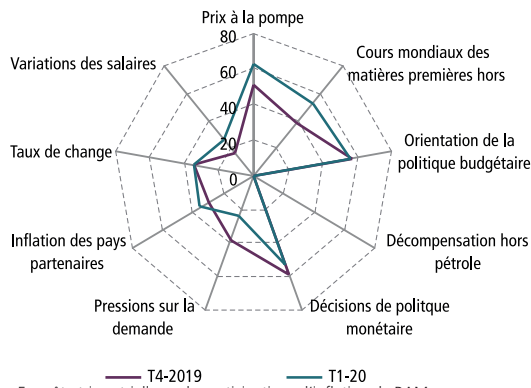


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

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

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

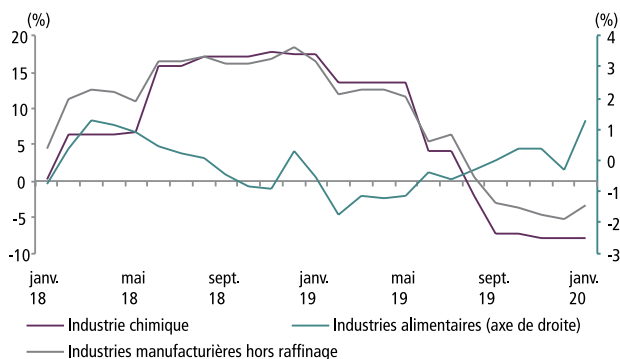


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont connu une atténuation de leur baisse à 1,4% en janvier après 1,7% au quatrième trimestre 2019 et une hausse de 0,5% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2019. Cette évolution est imputable à l'accélération du rythme de progression des prix à la production de 0,2% à 1,3% pour les « industries alimentaires » et dans une moindre mesure à celle de 1,6% à 2,3% pour l'« industrie d'habillement » et de 0,2% à 0,5% pour la branche de « fabrication de textiles ». En revanche, les prix à la production se sont accrus de 2,7% au lieu de 4,2% pour l'« industrie du papier et du carton » et ont reculé de 2,4% après une baisse de 1,5% pour la branche de « fabrication de produits métalliques, à l'exclusion des machines et des équipements ».

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Fragilisée par la guerre commerciale et les tensions politiques et géopolitiques, l'économie mondiale aurait enregistré en 2019 le rythme de croissance le plus faible depuis 2009. L'espoir d'une reprise en 2020, nourri en début d'année par les développements positifs sur le front commercial, s'est estompé avec la propagation de la maladie Covid-19 dont l'ampleur de l'impact économique reste largement incertaine.

La croissance mondiale devrait de nouveau ralentir de 3% en 2019 à 2,2% en 2020, en révision à la baisse de 0,8 point de pourcentage par rapport aux projections de décembre, avant de s'accélérer à 3,8% en 2021. Au niveau des économies avancées, elle poursuivrait son ralentissement aux Etats-Unis, reflétant en partie le retour à une orientation neutre de la politique budgétaire, avant de se renforcer en 2021, à la faveur notamment de conditions monétaires accommodantes. Dans la zone euro, la croissance s'affaiblirait davantage en 2020, les difficultés économiques en Italie et en Allemagne en particulier étant exacerbées par la maladie Covid-19, avant de se raffermir en 2021.

Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine serait particulièrement affectée par cette épidémie, avec une sensible baisse en 2020, avant de rebondir en 2021. En Inde, soutenue par les mesures de relance budgétaire et monétaire, elle s'accélélerait sur l'horizon de prévision, quoiqu'à un rythme moindre qu'attendu en décembre.

S'agissant des matières premières, le marché du pétrole reste marqué par une forte volatilité, dans un contexte caractérisé par une augmentation des inquiétudes entourant la demande mondiale, en lien en particulier avec l'impact de la maladie Covid-19, parallèlement à l'échec des négociations de l'OPEP+ sur la baisse de la production. Le cours du Brent devrait diminuer de 64 USD/bl en moyenne en 2019 à 48,5 USD/bl en 2020, avant d'augmenter à 59,5 USD/bl en 2021. Pour leur part, et après une forte correction à la baisse en 2019, les cours du DAP devraient enregistrer de légères augmentations à moyen terme et les prix des produits alimentaires poursuivraient globalement leur hausse en 2020 avant de se stabiliser en 2021.

Dans ces conditions, l'inflation se maintiendrait globalement à des niveaux faibles à modérés. Elle convergerait graduellement vers l'objectif de la FED aux Etats-Unis et resterait inférieure à celui de la BCE dans la zone euro.

Au niveau national, l'évolution récente de la conjoncture et ses perspectives restent marquées par les conditions climatiques défavorables et par les effets de la propagation de la maladie Covid-19 sur plusieurs secteurs d'activité.

Sur le plan des comptes extérieurs, et après un creusement à 5,5% du PIB en 2018, le déficit du compte courant aurait terminé l'année 2019 à 4,4% du PIB. Il s'allégerait davantage à 3,5% en 2020 et à 2,5% en 2021, reflétant notamment l'amélioration prévue des ventes de la construction automobile. En ce qui concerne les recettes d'IDE, elles devraient s'établir à un niveau équivalent à 3% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous les hypothèses d'entrées de dons du CCG de 2,2 milliards de dirhams et d'une sortie à l'international du Trésor pour un montant de 10,7 milliards en 2020, l'encours des RIN devrait se renforcer à 246 milliards

en 2020 et à 251,9 milliards en 2021, assurant ainsi une couverture de plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire, hors privatisation, s'est creusé de 3,8% du PIB en 2018 à 4,1% en 2019. A moyen terme, l'ajustement budgétaire se poursuivrait, bien qu'à un rythme plus lent, avec un déficit se situant, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib compte non tenu de tout effort exceptionnel que le Gouvernement serait amené à consentir dans la conjoncture difficile actuelle, autour de 4% du PIB en 2020 et 3,9% en 2021.

Les conditions monétaires resteraient globalement accommodantes. En effet, la Banque a élargi ses mesures non conventionnelles dans le cadre du programme intégré d'appui et de financement des entreprises. Tenant compte de l'effet prévu de ce programme, la croissance du crédit au secteur non financier devrait décélérer à 4,5% en 2020 avant de s'accélérer à 5,3% en 2021. Par ailleurs, le taux de change effectif réel devrait se stabiliser sur l'horizon de prévision, après s'être apprécié en 2019.

Dans ce contexte, et après un taux de 3% enregistré en 2018, la croissance aurait de nouveau décéléré à 2,3% en 2019, résultat d'une baisse prévue à 5,3% de la valeur ajoutée agricole, tandis que la hausse de celle non agricole se serait améliorée à 3,3%, après 2,6% un an auparavant. Sur la base des dernières données disponibles au 10 mars relatives aux conditions climatiques et à l'état de la végétation, la récolte céréalière au titre de la campagne agricole 2019-2020 devrait avoisiner, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, 40 millions de quintaux (MQx) et la valeur ajoutée agricole diminuerait de 2,7% en 2020. Cette dernière devrait, sous l'hypothèse d'une récolte moyenne de 75 MQx en 2020-2021, rebondir de 8,1% en 2021. En parallèle, le rythme d'accroissement des activités non agricoles ralentirait à 2,9% en 2020, impacté en particulier par la dégradation des perspectives de la demande étrangère en lien avec la propagation de la maladie Covid-19, avant de reprendre à 3,3% en 2021. Au total, la croissance de l'économie nationale devrait stagner à 2,3% en 2020 avant de se renforcer à 3,8% en 2021.

Pour sa part, et après une forte décélération à 0,2% en 2019, l'inflation s'accélérait modérément à 0,7% en 2020 puis à 1,2% en 2021, reflétant principalement un redressement graduel de sa composante sous-jacente, quoiqu'à un rythme moindre que prévu en décembre.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

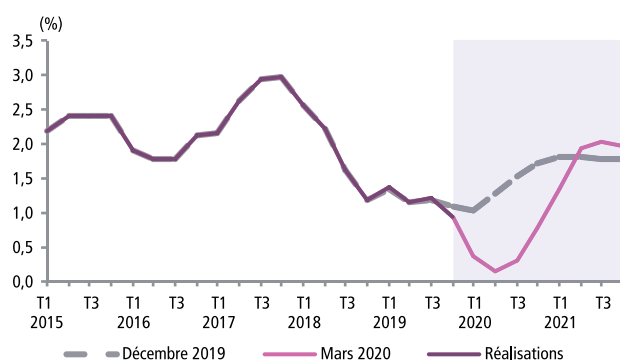
De fortes incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale

L'économie mondiale aurait enregistré en 2019 le rythme de croissance le plus faible depuis 2009, fragilisée par la guerre commerciale et les tensions politiques et géopolitiques. L'espoir d'une reprise en 2020, nourri en début d'année par les développements positifs sur le front commercial, s'est dissipé avec la propagation de la maladie Covid-19 dont l'ampleur de l'impact économique reste largement incertaine.

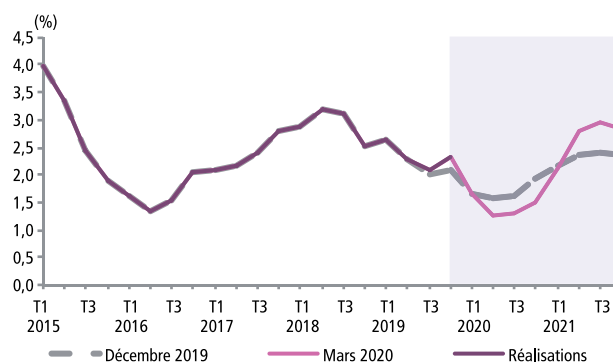
La croissance mondiale devrait ralentir de 3% en 2019 à 2,2% en 2020, en révision à la baisse de 0,8 point de pourcentage par rapport aux projections de décembre, avant de s'accélérer à 3,8% en 2021. Aux Etats-Unis, et après un taux de 2,3% en 2019, elle devrait poursuivre son ralentissement, s'établissant à 1,4% en 2020, traduisant en partie le retour à une orientation neutre de la politique budgétaire, avant de se renforcer à 2,7% en 2021 à la faveur notamment de conditions monétaires accommodantes. Dans la zone euro, la croissance s'affaiblirait de 1,2% à 0,4% en 2020, en nette révision à la baisse comparativement aux projections de décembre, les difficultés économiques en Italie et en Allemagne en particulier étant exacerbées par la maladie Covid-19. Elle devrait reprendre à 1,8% en 2021, soutenue principalement par l'orientation ultra-accommodante de la politique monétaire de la BCE. Parallèlement, le chômage connaîtrait une hausse modérée aux Etats-Unis et une stagnation dans la zone euro. Au Japon, l'activité devrait connaître une récession en 2020, impactée par la maladie Covid-19 et le relèvement de la TVA opéré en octobre 2019, avant de reprendre en 2021.

Dans les principaux pays émergents, la Chine serait particulièrement affectée par la maladie Covid-19, avec une baisse de la croissance de 6,1% en 2019 à 4,1% en 2020, soit son taux le plus faible depuis près de trente ans, avant de rebondir à 7,3% en 2021. Soutenue par les mesures de relance budgétaire et monétaire, elle devrait s'accélérer en Inde de 5,3% en 2019 à 6,3% en 2020 et à 6,7% en 2021, des rythmes toutefois moins rapides qu'attendu en décembre. Au Brésil, la croissance devrait se raffermir de 1,1% en 2019 à 1,7% en 2020 puis à 2,4% en 2021, à la faveur notamment de la réforme des retraites et des conditions monétaires accommodantes.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN¹, mars 2020².

¹ Global Projection Model Network.

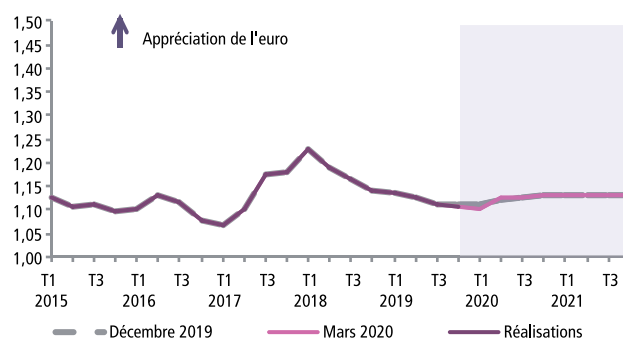
² Actualisation exceptionnelle, publiée le 10 mars.

Davantage d'assouplissement monétaire et quasi-stabilité de l'euro face au dollar

Face aux incertitudes élevées entourant les perspectives de l'activité mondiale liées notamment à l'impact de la propagation de la maladie Covid-19, les banques centrales ont renforcé leurs mesures d'assouplissement monétaire. En particulier, la FED a de nouveau abaissé le 15 mars de 100 points de base, après une réduction de 50 points le 3 mars, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 0%-0,25%. Elle prévoit maintenir cette fourchette jusqu'à ce qu'elle soit confiante que l'économie est sur une trajectoire qui permettrait de réaliser les objectifs d'emploi maximum et de stabilité des prix. Elle a également décidé de relancer ses achats de titres pour au moins 700 milliards de dollars de bons du Trésor et de prêts immobiliers titrisés (MBS). Pour sa part, la BCE a annoncé le 12 mars un ensemble de mesures d'assouplissement quantitatif additionnelles et a maintenu ses taux d'intérêt directeurs inchangés, en réitérant qu'elle prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers son objectif. Parallèlement, la FED, la BCE, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque nationale suisse ont annoncé le 15 mars une mesure concertée visant à améliorer l'approvisionnement en liquidités au moyen des accords permanents de swap en dollars américains et ce, par la réduction de leurs taux appliqués à ces swaps de 25 points de base.

Sur le marché de change, l'euro s'est déprécié de 5,2% à 1,12 dollar en 2019, reflétant notamment l'affaiblissement des fondamentaux économiques dans la zone euro, et devrait rester quasi-stable à ce niveau sur l'horizon de prévision.

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, mars 2020.

Pressions à la baisse sur les cours des produits énergétiques

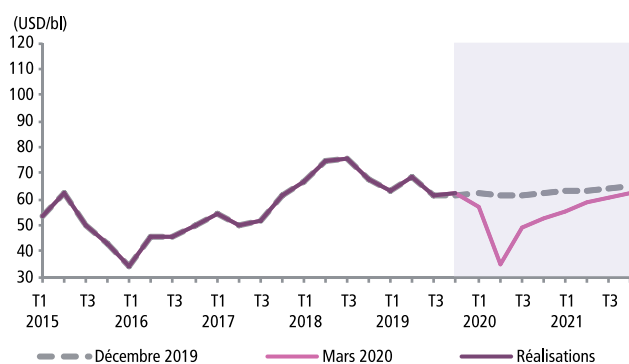
Pâtissant des inquiétudes entourant la demande mondiale, en lien en particulier avec la propagation de la maladie Covid-19, et de l'échec des négociations entre l'OPEP et la Russie sur la baisse de la production, le marché du pétrole reste marqué par une forte volatilité. Le prix du Brent en particulier devrait diminuer de 64 USD/bl en 2019 à 48,5 USD/bl en 2020, avant d'augmenter à 59,5 USD/bl en 2021.

S'agissant du phosphate et de ses dérivés, les cours du DAP ont connu une forte correction à la baisse en 2019, résultat notamment d'une faible demande en provenance de la Chine et d'un repli des coûts des intrants, tandis que celui du brut a quasiment stagné. En termes de perspectives, la Banque mondiale table dans ses prévisions

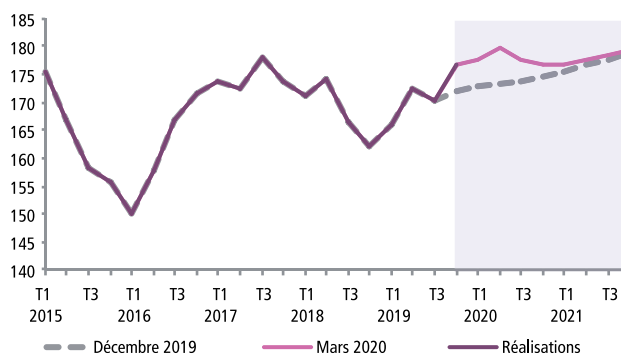
d'octobre dernier sur une hausse des cours du DAP de 306 USD/t en 2019 à 324 USD/t en 2020 puis à 335 USD/t en 2021. Quant aux prix des produits alimentaires, ils ont terminé l'année 2019 en augmentation de 1,8%, reflétant notamment l'accroissement des prix de la viande, des produits laitiers et du sucre, et devraient poursuivre leur progression en 2020 avant de se stabiliser en 2021.

Dans ces conditions, l'inflation se maintiendrait globalement à des niveaux faibles à modérés. Aux Etats-Unis, après une légère décélération prévue de 1,8% en 2019 à 1,7% en 2020, elle convergerait vers l'objectif de la FED en 2021, avec un taux prévu à 2,8% en moyenne. Dans la zone euro, elle baisserait de 1,2% en 2019 à 0,6% en 2020 avant de remonter à 1,3% en 2021.

Graphique 7.4 : Prix du Brent



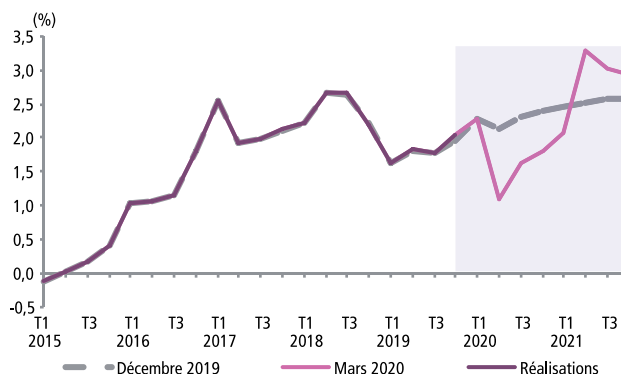
Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2002-2004=100)



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, mars 2020.

Une production céréalière estimée à autour de 40 millions de quintaux en 2020 et une récolte moyenne en 2021

Au niveau national, les données climatiques arrêtées au 10 mars font ressortir un déficit pluviométrique quasi-généralisé avec un cumul limité à 152,2 mm, en baisse de 38,7% par rapport à la campagne précédente et de 37,4% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. S'agissant de l'état de la végétation, les données à la même date indiquent que la situation du couvert végétal est inférieure de 7,1% à celle de la campagne précédente et de 14,3% à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, la production céréalière au titre de la campagne 2019-2020 devrait avoisiner, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, 40 MQx, en baisse de 22,9% par rapport à la campagne précédente et de 49,8% comparativement à la moyenne des cinq dernières années.

Pour la campagne 2020-2021, les hypothèses d'une production céréalière moyenne de 75 MQx et des évolutions tendanciennes des autres cultures sont retenues.

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 aurait terminé l'année 2019 à 4,4% et devrait s'alléger davantage à 3,5% en 2020 et à 2,5% en 2021.

En effet, en 2019, la croissance des importations a décéléré à 2%, en relation principalement avec la diminution de la facture énergétique et le ralentissement du rythme de progression des acquisitions de biens d'équipement. Quant aux exportations, leur croissance est revenue à 2,4%, en lien notamment avec le repli des ventes des phosphates et dérivés. Les recettes de voyage se sont améliorées de 7,7% après 1,3% en 2018 et les transferts des MRE ont enregistré une quasi-stabilité à 64,9 milliards, après une baisse de 1,5% en 2018.

En 2020, les exportations devraient connaître une accélération de leur rythme de progression à 9,1%, tirées principalement par l'augmentation des ventes de la construction automobile, tenant compte d'une production annoncée de 100 mille voitures par l'usine PSA, et par la hausse prévue des expéditions des phosphates et dérivés. La progression des importations devrait décélérer à 1,1%, en lien avec l'augmentation des acquisitions des biens d'équipement. Les recettes de voyage devraient reculer de 8,7% sous l'effet de la baisse prévue à court terme des arrivées liée à la propagation de la maladie Covid-19. Pour leur part, les transferts des MRE devraient connaître une quasi-stabilité.

En 2021, la hausse des exportations devrait décélérer à 8,5%, avec une augmentation pour la construction automobile, sous l'hypothèse d'une hausse de la capacité de l'usine PSA à 200 mille unités. Les importations augmenteraient de 7%, avec un alourdissement de la facture énergétique. Les recettes de voyage et les transferts des MRE devraient enregistrer des hausses respectives de 16% et de 2,4%.

Concernant les IDE, ils se stabiliseraient à un niveau équivalent à 3% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous les hypothèses d'entrées de dons du CCG de 2,2 milliards et d'une sortie à l'international du Trésor pour un montant de 10,7 milliards de dirhams en 2020, les RIN devraient se renforcer à 246 milliards en 2020 et à 251,9 milliards en 2021, continuant ainsi à assurer une couverture de plus 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 (mars/déc.)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2020	2021
Exportations de biens (FOB)	3,5	10,3	10,7	2,4	9,1	8,5	-0,4	0,0
Importations de biens (CAF)	10,3	6,7	9,9	2,0	1,1	7,0	-3,0	1,9
Recettes de voyage	5,0	12,3	1,3	7,7	-8,7	16,0	-11,9	12,1
Transferts des MRE	4,0	5,3	-1,5	-0,1	0,2	2,4	-1,5	0,1
Solde du compte courant (en % du PIB)	-4,1	-3,4	-5,5	-4,4	-3,5	-2,5	0,2	0,4
Réserves internationales nettes en mois d'importations	6,3	5,6	5,3	5,4	5,0	5,3	0,3	0,3

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

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

Après s'être apprécié en 2019, le taux de change effectif réel devrait connaître une quasi-stabilité sur l'horizon de prévision, résultat d'une nette atténuation prévue de son appréciation en termes nominaux et d'une inflation domestique inférieure à celle des partenaires et concurrents.

Tenant compte des évolutions prévues des RIN et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'accroître à 79,4 milliards de dirhams à fin 2020 et à 92,4 milliards à fin 2021. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son taux d'accroissement s'est stabilisé à 5,3% en janvier 2020, recouvrant un ralentissement de 7,1% à 6,3% de la progression des prêts aux entreprises privées, une accélération de 4% à 4,5% de celle des crédits aux ménages et une légère hausse de 0,4% après une baisse de 2,1% des concours aux entreprises publiques. En termes de perspectives, et tenant compte de la révision à la baisse de la valeur ajoutée non agricole et de l'effet prévu du nouveau programme Intelaka, son taux de croissance devrait décélérer à 4,5% en 2020 avant de s'accroître à 5,3% en 2021. Dans ces conditions, et sur la base de l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, la progression de l'agrégat M3 devrait se situer à 3,4% en 2020 et à 4,1% en 2021.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2020	2021
Crédit bancaire au secteur non financier*	3,9	3,8	3,1	5,3	4,5	5,3	-0,2	0,3
M3	4,7	5,5	4,1	3,7	3,4	4,1	-1,0	-0,6
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-14,7	-40,9	-69,0	-62,3	-79,4	-92,4	2,6	4,4

*En intégrant l'effet estimé par BAM du programme Intelaka.

Etalement du processus de la consolidation budgétaire

Comme prévu en décembre, l'exercice de 2019 s'est soldé par un déficit budgétaire, hors privatisation, de 47 milliards, soit 4,1% du PIB au lieu de 3,8% du PIB en 2018. Cette évolution résulte d'une augmentation des dépenses dépassant celle des recettes, en raison principalement des effets des décisions du dialogue social sur les charges de fonctionnement et de l'accélération de l'exécution des investissements, qui ont enregistré un taux de réalisation de 122,2% par rapport à la loi de finances 2019.

A moyen terme, le processus de la consolidation budgétaire devrait se poursuivre bien qu'à un rythme plus lent. En effet, l'actualisation des projections de Bank Al-Maghrib sur la base des dernières données disponibles fait ressortir, compte non tenu de tout effort exceptionnel que le Gouvernement serait amené à consentir dans la conjoncture difficile actuelle, un déficit budgétaire, hors privatisation, de 4% du PIB en 2020, soit une hausse de 0,2 point par rapport à décembre. Des ajustements ont ainsi été opérés à savoir, la révision à la baisse de certaines recettes sous l'effet de l'actualisation de la croissance économique en 2019 et en 2020, l'intégration de l'amende de l'ANRT contre IAM dans les recettes non fiscales et du reliquat de 0,4 milliard non réalisé en 2019 des dons CCG dans ceux de 2020. Du côté des dépenses, un reclassement des charges sociales au titre de la part patronale des autres biens et services vers les dépenses du personnel a été opéré, sans impact sur les équilibres. En outre, la charge de

compensation a été révisée à la baisse en liaison avec les nouvelles prévisions relatives au prix du gaz butane et au cours de change avec comme hypothèse le non-recours du Gouvernement au mécanisme de couverture des prix dans un contexte de diminution des cours des produits pétroliers au niveau international. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont été maintenues inchangées.

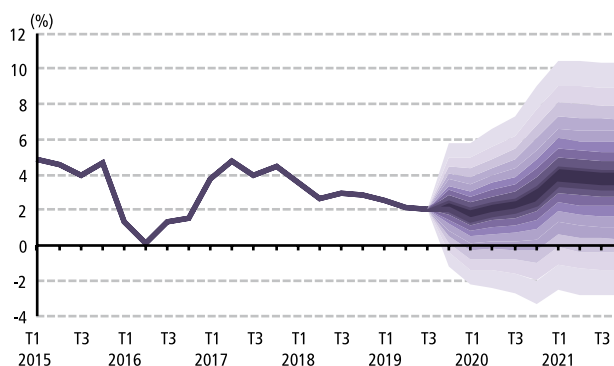
En 2021, le déficit budgétaire devrait légèrement s'alléger par rapport à 2020 à 3,9% du PIB, prévision en légère révision à la hausse par rapport à décembre, en liaison avec la révision de la prévision de la croissance économique.

Ralentissement du rythme d'accroissement des activités non agricoles en 2020 et reprise attendue en 2021

La croissance de l'économie nationale aurait de nouveau décéléré en 2019, s'établissant à 2,3% après 3% en 2018 et 4,2% en 2017, résultat du repli prévu de 5,3% de la valeur ajoutée agricole, tandis que la hausse de celle des activités non agricoles aurait connu une accélération de 2,6% à 3,3%. Ce ralentissement ressort plus accentué que prévu en décembre, en raison d'un ajustement à la baisse de la valeur ajoutée agricole suite aux révisions effectuées par le Ministère de l'Agriculture au niveau des productions de certaines cultures. Du côté de la demande, cette évolution reflète une diminution de la contribution positive de la demande intérieure, sous l'effet d'une décélération prévue de l'accroissement de l'investissement. La participation négative des exportations nettes aurait, en revanche, connu une atténuation, attribuable à une sensible modération du rythme des importations de biens et services.

En 2020, la conjugaison des effets des conditions climatiques défavorables et de la propagation de la maladie Covid-19 devrait maintenir la croissance à 2,3%, mais celle-ci connaîtrait un rebond à 3,8% en 2021. Sur la base des dernières données disponibles au 10 mars relatives aux conditions climatiques et à l'état de la végétation, la récolte céréalière au titre de la campagne agricole 2019-2020 devrait avoisiner 40 MQx et la valeur ajoutée agricole diminuerait de 2,7% en 2020. Cette dernière devrait, sous l'hypothèse d'une récolte moyenne de 75 MQx en 2020-2021, rebondir de 8,1% en 2021. Pour sa part, le rythme de progression de la valeur ajoutée non agricole devrait ralentir à 2,9% en 2020 avant d'augmenter à 3,3% en 2021. Du côté de la demande, la croissance resterait portée par la demande intérieure, tandis que les exportations nettes maintiendraient une participation négative à la croissance compte tenu des perspectives moins favorables de la demande étrangère.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 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

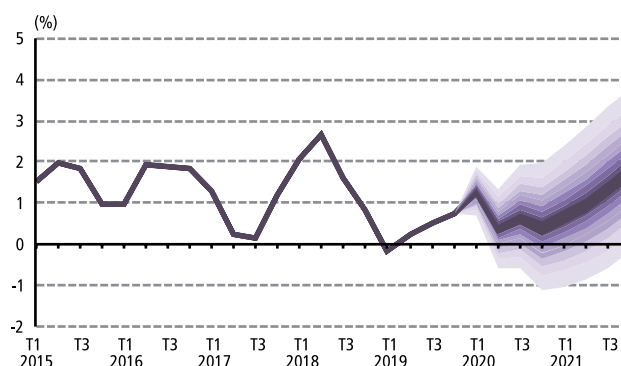
Variation en %	Réalizations			Prévisions			Ecart (mars/déc.)		
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Croissance nationale	1,1	4,2	3,0	2,3	2,3	3,8	-0,3	-1,5	0,1
VA agricole	-13,7	15,2	4,0	-5,3	-2,7	8,1	-1,3	-8,9	5,1
VA non agricole	2,1	2,9	2,6	3,3	2,9	3,3	0,0	-0,6	-0,4
Impôts sur les produits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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Légère accélération de l'inflation sur l'horizon de prévision, après un net reflux en 2019

Après une forte décélération de 1,9% en 2018 à 0,2% en 2019, l'inflation devrait s'accélérer modérément à 0,7% en 2020 puis à 1,2% en 2021, tirée par sa composante sous-jacente. Celle-ci devrait, en effet, se redresser graduellement de 0,6% en 2019 à 1% en 2020 puis à 1,3% en 2021, des rythmes toutefois en atténuation comparativement aux projections de décembre. S'agissant des autres composantes, les prix des produits réglementés enregistreraient un ralentissement de leur hausse en 2020, avant de retrouver leur rythme d'accroissement tendanciel en 2021. Quant à ceux des produits alimentaires à prix volatils, ils enregistreraient une légère augmentation en 2020 avant de se stabiliser en 2021, sous l'hypothèse de la dissipation graduelle des effets des chocs d'offre. Les prix des carburants et lubrifiants, pour leur part, marqueraient une baisse en 2020 avant d'augmenter en 2021, en ligne avec les perspectives d'évolution du cours du Brent sur le marché international.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2020-T4 2021)*



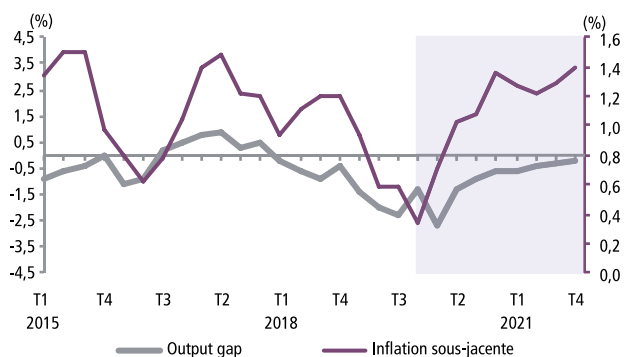
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

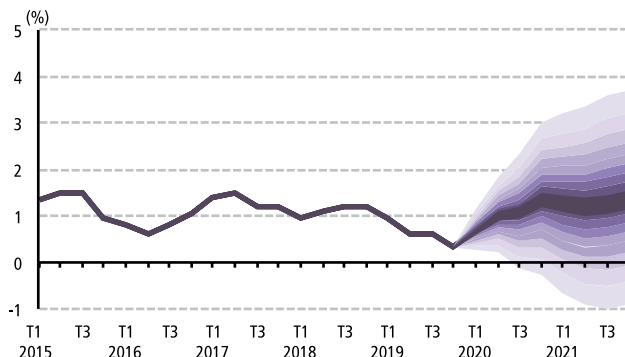
	Réalizations				Prévisions			Ecart (mars/déc.)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Horizon de 8 trimestres (T1 2020-T4 2021)	2020	2021
Inflation	1,6	0,7	1,9	0,2	0,7	1,2	1,0	-0,4	-0,2
Inflation sous-jacente	0,8	1,3	1,1	0,6	1,0	1,3	1,2	-0,3	-0,6

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 (T1 2020 - 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 marqué par de fortes inquiétudes en lien avec la propagation de la maladie Covid-19, les perspectives de l'économie nationale demeurent incertaines. La balance des risques ressort orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation.

Les risques entourant la trajectoire centrale des prévisions de la croissance ont trait, sur le plan extérieur, à une dégradation de la demande étrangère. En effet, malgré les développements positifs enregistrés en début d'année sur le front commercial, les incertitudes entourant les négociations de la deuxième phase de l'accord sino-américain et les relations futures entre le Royaume Uni et l'Union européenne ainsi que les risques géopolitiques fragilisent l'économie mondiale. A cela s'ajoute la propagation de la maladie Covid-19 qui pèse lourdement sur l'activité économique et sur les marchés financiers. Au niveau national, une production agricole moins importante que retenu dans le scénario de base affecterait à la baisse les prévisions de la croissance.

S'agissant des prévisions d'inflation, et tenant compte des inquiétudes élevées sur la demande mondiale, des cours de pétrole plus faibles que retenu dans le scénario central pourraient se traduire par des taux d'inflation plus bas, 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 également provenir de niveaux inférieurs à court terme des cours des matières premières alimentaires ainsi que d'une éventuelle appréciation du taux de change effectif réel, en lien avec les pressions à la baisse sur les monnaies des partenaires et concurrents commerciaux dans un climat d'incertitudes persistantes. En revanche, des perturbations plus marquées des chaînes de production et d'approvisionnement mondiales, en lien avec la propagation de la maladie Covid-19, pourraient induire une flambée des prix de certains produits importés.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
ANRT	: Agence Nationale de la Règlementation des Télécommunications
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BCP	: Banque Centrale Populaire
BoE	: Banque d'Angleterre
BLS	: US Bureau of Labor Statistics
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CCG	: Conseil de Coopération du 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
GPMN	: Global Projection Model Network
HCP	: Haut-Commissariat au Plan
ICM	: Indice de Confiance des Ménages
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation
IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente

IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IR	: Impôt sur le Revenu
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
Libor-OIS	: London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap
MEFRA	: Ministère de l'Economie et des Finances et de la Réforme de l'Administration
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidant à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OCP	: Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PIB	: Produit Intérieur Brut
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	18
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	19
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	19
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	19
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	19

Graphique 1.6	: Evolution du taux de change	20
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent	21
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais.....	21
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile	24
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	25
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	25
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	27
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	28
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques	28
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	29
Graphique 3.6	: Ecart monétaire	29
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	29
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	30
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	30
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande.....	30
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	31
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	33
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	33
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2019	34
Graphique 3.15	: Evolution des bons du Trésor	34
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	35
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	37
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	38
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	38
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin janvier.....	38
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin janvier	38
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin janvier	39
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	39
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	42
Graphique 5.2	: PIB par composante	43
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	44
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	45
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	45
Graphique 5.6	: Output-gap global	45
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente	47
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	47
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	47
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	48
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	48
Graphique E 6.1.1	: Contributions à l'inflation	48
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	49
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises	49
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	49
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	50
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	50
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	53

Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	53
Graphique 7.3	: Taux de change USD/EUR	54
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	55
Graphique 7.5	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	55
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	55
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	55
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2019-T4 2021)	58
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2020-T4 2021)	59
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	60
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2020 - T4 2021)	60

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	17
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage	18
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	22
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	23
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	24
Tableau 2.3	: Evolution des importations.....	24
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits énergétiques à l'import	25
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services	25
Tableau 2.6	: Evolution des investissements directs	26
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	27
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	28
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	28
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	37
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	37
Tableau 4.3	: Financement du déficit	39
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	39
Tableau E 4.1.1	: Exécutions budgétaires de 2018 et 2019	40
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	45
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	46
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	48
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	56
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	57
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	59
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	59

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 3.1	: Nouvelles mesures non conventionnelles de politique monétaire	31
Encadré 4.1	: Exécution budgétaire au titre de l'année 2019.....	40
Encadré 6.1	: Evolution de l'inflation en 2019.....	48