



1959 - 2019

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 50 / 2019

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 19 MARS 2019

Dépôt légal : 2019/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

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

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



@BankAlMaghrib

# SOMMAIRE

<b>Préambule</b>	<b>5</b>
<b>Communiqué</b>	<b>7</b>
<b>Aperçu général</b>	<b>10</b>
<b>1. Développements internationaux</b>	<b>15</b>
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	16
1.3 Prix des matières premières et inflation	18
<b>2. Comptes extérieurs</b>	<b>21</b>
2.1 Evolution de la balance commerciale	21
2.2 Autres rubriques de la balance courante	23
2.3 Compte financier	23
<b>3. Monnaie, crédit et marché des actifs</b>	<b>25</b>
3.1 Conditions monétaires	25
3.2 Prix des actifs	29
<b>4. Orientation de la politique budgétaire</b>	<b>33</b>
4.1 Recettes ordinaires	33
4.2 Dépenses	34
4.3 Déficit et financement du Trésor	35
<b>5. Demande, offre et marché du travail</b>	<b>38</b>
5.1 Demande intérieure	38
5.2 Demande extérieure	39
5.3 Offre globale	39
5.4 Marché du travail et capacités de production	40
<b>6. Evolution récente de l'inflation</b>	<b>43</b>
6.1. Evolution de l'inflation	43
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	45
6.3. Anticipations de l'inflation	46
6.4. Prix à la production	46
<b>7. Perspectives à moyen terme</b>	<b>48</b>
Synthèse	48
7.1 Hypothèses sous-jacentes	50
7.2 Projections macroéconomiques	53
7.3 Balance des risques	57
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS</b>	<b>58</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	<b>59</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>61</b>
<b>LISTE DES ENCADRES</b>	<b>61</b>

بنك المغرب  
بنك المغرب خير

# PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

## **Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib :**

*Le Wali, Président*

*Le Directeur Général*

*Le Commissaire du Gouvernement*

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

*M. Abdellatif BELMADANI*

*M. Mohammed BENAMOUR*

*Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN*

*M. Bassim JAI-HOKIMI*

*M. Mustapha MOUSSAOUI*

بنك المغرب  
بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 19 mars 2019

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 19 mars sa première session de l'année 2019.
2. Lors de cette réunion, il a analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques établies par la Banque pour les huit prochains trimestres.
3. Sur la base de ces évaluations, notamment celles des trajectoires à moyen terme de l'inflation, de la croissance et des comptes extérieurs, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 2,25% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
4. Le Conseil a noté que l'inflation a terminé l'année 2018 avec une moyenne de 1,9%, tirée essentiellement par celle des produits alimentaires à prix volatils. Selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, elle décélèrerait à 0,6% en 2019 avant de s'établir à 1,1% en 2020, portée par la hausse prévue de sa composante sous-jacente. Cette dernière, après une baisse prévue à 0,8% en 2019 atteindrait 1,4% en 2020, en lien avec l'amélioration attendue de la demande intérieure.
5. Au niveau international, le ralentissement de l'économie mondiale se poursuit et ses perspectives restent entourées de fortes incertitudes liées notamment aux tensions commerciales et géopolitiques, ainsi qu'aux modalités du Brexit. Aux Etats-Unis, soutenue principalement par les mesures budgétaires expansionnistes, la croissance a atteint 2,9% en 2018, mais devrait reculer à 2,1% en 2019 et à 1,6% en 2020. Dans la zone euro, elle continuerait sa décélération, passant de 1,8% à 1,3% en 2019 avant de revenir à 1,7% en 2020. Sur les marchés du travail, les conditions resteraient favorables, avec des taux de chômage bas aux Etats-Unis et en diminution dans la zone euro. Dans les principales économies émergentes, le rythme de l'activité économique connaîtrait globalement une baisse en 2019 avant de s'accélérer légèrement en 2020. En Chine en particulier, la croissance s'est établie à 6,6% en 2018, son taux le plus faible en trois décennies et devrait se replier à 6,1% en 2019 et à 6,2% en 2020. En Inde, après une amélioration à 7,5% en 2018, elle resterait vigoureuse, soutenue par la demande intérieure et le recul prévu des prix de l'énergie, s'établissant à 7,2% en 2019 et à 7,5% en 2020.
6. Sur les marchés des matières premières, après un rebond de 30,7% en 2018 à 71,1 USD/baril en moyenne, le cours du Brent est revenu à 61,7 USD/baril au cours des deux premiers mois de 2019. Il ressortirait à 63,2 USD/baril sur l'ensemble de l'année et baisserait davantage à 61,7 USD/baril en 2020. Pour les phosphates et dérivés, les cours ont enregistré en 2018 des augmentations de 21,8% à 393,4 USD/t pour le DAP et de 22,4% à 346,7 USD/t pour le TSP, alors que ceux du brut ont diminué de 2% à 87,9 USD/t. A moyen terme, les pressions haussières sur les cours seraient

contenues, de nouvelles capacités de production étant prévues notamment au Maroc et en Arabie Saoudite.

7. Avec le recul des cours du pétrole, l'inflation s'est inscrite sur une tendance baissière dans les principaux pays avancés. Dans la zone euro, elle a terminé l'année 2018 avec une moyenne de 1,7%, s'affaiblirait à 1,3% en 2019 et se situerait à 1,5% en 2020. Aux Etats-Unis, elle s'est établie à 2,4% en 2018 et devrait ressortir à 1,7% cette année et proche de l'objectif de la FED en 2020.
8. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a gardé lors de sa réunion du 7 mars ses taux inchangés, en indiquant qu'elle prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Elle a annoncé qu'elle mènera, entre septembre 2019 et mars 2021, une nouvelle série d'opérations de refinancement ciblées à plus long terme pour assurer des conditions favorables pour les prêts bancaires et une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Pour sa part, la FED a décidé à l'issue de sa réunion le 30 janvier de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 2,25%-2,50%, en annonçant qu'elle fera preuve de patience dans les ajustements futurs de cette fourchette.
9. Au niveau national, les dernières données publiées par le HCP indiquent un ralentissement de la progression du PIB au troisième trimestre de 2018 à 3% au lieu de 3,9% à la même période un an auparavant. Tenant compte des informations infra-annuelles disponibles, la croissance pour l'ensemble de l'année 2018 se serait établie, selon les prévisions de Bank Al-Maghrif, à 3,1% après 4,1% en 2017, avec une décélération de la valeur ajoutée agricole de 15,4% à 4,3% et une légère hausse du rythme des activités non agricoles de 2,7% à 2,9%. Celles-ci continueraient à s'améliorer, quoique lentement, leur valeur ajoutée devant augmenter de 3,4% en 2019 puis de 3,8% en 2020. Pour le secteur agricole, sur la base des données climatiques disponibles au 10 mars, la Banque table sur une production céréalière autour de 60 millions de quintaux et un recul de la valeur ajoutée agricole de 3,8%. Cette dernière s'accroîtrait de 6% en 2020, sous l'hypothèse d'une récolte autour de 80 millions de quintaux. Au total, la croissance nationale resterait limitée à 2,7% en 2019 avant de s'accélérer à 3,9% en 2020.
10. Sur le marché du travail, la situation a connu en 2018 une relative amélioration en termes de création d'emplois, avec 112 mille nouveaux postes dont 65 mille dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 64 mille demandeurs d'emploi, le taux d'activité a poursuivi sa tendance baissière, revenant d'une année à l'autre de 46,7% à 46,2%. Dans ces conditions, le taux de chômage a reculé de 10,2% à 9,8% au niveau national et de 14,7% à 14,2% en milieu urbain où il est resté, toutefois, très élevé parmi les jeunes de 15 à 24 ans, atteignant 43,2%.
11. Au plan des comptes extérieurs, les données provisoires de 2018 font ressortir une performance notable des exportations de biens qui a concerné l'ensemble des secteurs dont notamment les phosphates et dérivés, la construction automobile et les produits agricoles et agroalimentaires. En parallèle, les importations ont été marquées par l'alourdissement de la facture énergétique et



l'augmentation des achats de biens d'équipement. Pour les autres principales rubriques du compte courant, et après des hausses importantes en 2017, les recettes de voyage ont progressé de 1,5% à 73,2 milliards de dirhams, alors que les transferts des MRE ont reculé de 1,7% à 64,8 milliards de dirhams. Tenant compte également d'une entrée de dons du CCG de 2,8 milliards de dirhams, après 9,5 milliards un an auparavant, le déficit du compte courant se serait creusé de 3,6% du PIB en 2017 à 5,2% en 2018. Il s'allégerait à 4,1% en 2019 et à 3,4% en 2020, sous l'effet notamment de la baisse prévue des importations énergétiques et de la décélération des achats de biens d'équipement. Cette évolution suppose également des entrées de dons des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020. Pour ce qui est des opérations financières, les recettes des IDE ont atteint l'équivalent de 4,1% du PIB en 2018 et devraient revenir à 3,4% du PIB en 2019 et en 2020. Dans ces conditions et au regard des sorties prévues du Trésor à l'international, les réserves internationales nettes passeraient de 231 milliards de dirhams en 2018 à 239 milliards en 2019 avant de revenir à 236 milliards en 2020, continuant ainsi d'assurer la couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

12. S'agissant des conditions monétaires, après une stabilité en 2018, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier de 0,7% en 2019, l'écart d'inflation entre le Maroc et ses principaux partenaires et concurrents ne devant que partiellement contrebalancer l'appréciation nominale attendue du dirham. En 2020, avec la dissipation prévue de cette dernière, il devrait se déprécier de 0,5%. En ce qui concerne les taux débiteurs, ils ont poursuivi leurs baisses trimestrielles, revenant à 5,06% en moyenne au quatrième trimestre de 2018, avec en particulier des reculs de 28 points de base pour les prêts aux entreprises et de 11 points pour ceux aux particuliers. Quant au crédit au secteur non financier, sa progression a ralenti à 3,1% au terme de 2018, reflétant essentiellement une nette décélération des prêts aux entreprises privées, et devrait maintenir ce rythme en 2019 avant de s'accélérer à 4,4% en 2020.
13. Concernant les finances publiques, les données arrêtées à fin 2018 montrent une amélioration des ressources ordinaires de 1,8%, résultat d'une augmentation de 4,2% à 234,9 milliards des recettes fiscales, et d'un recul de celles non fiscales lié essentiellement à une diminution des dons des pays du CCG. Quant aux dépenses globales, elles ont connu un alourdissement de 2,4%, recouvrant principalement des hausses au titre des autres biens et services de 5,5% à 62,2 milliards et de la charge de compensation de 15,6% à 17,7 milliards, ainsi qu'une baisse de l'investissement de 2% à 65,7 milliards. Au total, l'exécution budgétaire s'est soldée par un creusement du déficit à 41,4 milliards ou l'équivalent de 3,7% du PIB contre un objectif de 3% retenu dans la loi des finances. A moyen terme, le processus de consolidation budgétaire devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, ralentir, le déficit, hors privatisation, étant prévu de s'établir à 4,1% du PIB en 2019 avant de revenir à 3,5% du PIB en 2020.

## APERÇU GÉNÉRAL

Sur fond d'incertitudes fortes et persistantes, l'économie mondiale continue de montrer des signes d'essoufflement. Dans la zone euro, la croissance a ralenti à 1,1% au quatrième trimestre après 1,6% un trimestre auparavant, résultat essentiellement d'une forte décélération en Allemagne, en Italie et en France. De même, au Royaume-Uni, elle est revenue de 1,6% à 1,3%, impactée par la baisse des investissements des entreprises et la détérioration des exportations nettes. En revanche, la croissance américaine s'est de nouveau raffermie, atteignant 3,1% au quatrième trimestre, reflétant notamment la bonne tenue des dépenses de consommation et d'investissement.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance en Chine a légèrement ralenti au quatrième trimestre à 6,4%, en liaison essentiellement avec l'affaiblissement de la demande intérieure. Elle a également ralenti d'un trimestre à un autre, de 6,8% à 6,3% en Inde et de 1,3% à 1,1% au Brésil. En regard, les données relatives au troisième trimestre, indiquent une baisse de la croissance à 1,5% en Russie, en relation notamment avec la forte contraction de la production agricole.

La situation sur les marchés du travail est restée globalement favorable dans les pays avancés. Aux Etats-Unis, le taux de chômage a reculé à 3,8% en février après 4% un mois auparavant, avec toutefois une chute des créations d'emplois à 20 mille postes après 311 mille. Dans la zone euro, ce taux est resté stable à 7,8% en janvier 2019, soit le niveau le plus faible depuis octobre 2008.

Sur les marchés boursiers, les indices des principales économies avancées ont été orientés à la hausse entre janvier et février, avec notamment des performances de 5,7% pour le Dow Jones et de 4% pour l'EuroStoxx 50. Pour ce qui est des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 4,1%, soutenu notamment par l'appréciation de 7,4% de l'indice de la Chine et de 9% de celui de la Turquie.

Au niveau des marchés de la dette souveraine, les taux des bons à 10 ans se sont globalement inscrits en baisse en février, s'établissant à 0,1% pour l'Allemagne et à 1,3% pour l'Espagne, alors qu'ils ont stagné à 0,6% pour la France et à 2,8% pour l'Italie. Le rendement des bons du Trésor américain a également stagné à 2,7%. Du côté des économies émergentes, hormis l'Inde pour laquelle il a légèrement cru à 7,6%, le taux de rendement des obligations souveraines de même maturité s'est inscrit en baisse pour le Brésil, la Chine et la Turquie.

Au niveau des marchés de change, l'euro s'est déprécié entre janvier et février de 0,7% vis-à-vis du dollar et a perdu 1,2% contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le real brésilien et le yuan chinois se sont stabilisés vis-à-vis du dollar, alors que la roupie indienne s'est dépréciée de 0,8% et la livre turque s'est appréciée de 1,6%. Le crédit bancaire a, quant à lui, vu son rythme annuel s'accélérer aux Etats-Unis de 4,2% en décembre à 4,9% en janvier, tandis qu'il a décéléré dans la zone euro de 3,4% à 3%.

S'agissant des marchés de matières premières, le cours du Brent a rebondi de 8,2% en février par rapport au mois précédent pour s'établir à 64,1\$/baril, consécutivement au recul de la production de l'OPEP et à la baisse des stocks américains à la fin du mois. En glissement annuel, ce cours ressort en léger repli de 2%. Pour les produits hors énergie, les cours se sont repliés de 9,6% en glissement annuel pour les métaux et minerais et de 5,4% pour les

produits agricoles. En ce qui concerne les phosphates et dérivés, les cours ont progressé en glissement annuel de 24,2% pour le brut à 102,5\$/t, de 7,5% pour le TSP à 344\$/t et de 7,8% pour l'urée à 250,6\$/t, tandis que les cours du DAP ont baissé de 3,4% à 357,4\$/t.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes se sont globalement affaiblies notamment dans les pays avancés. Aux Etats-Unis, l'inflation est ressortie en légère baisse de 1,6% en janvier à 1,5% en février, alors que dans la zone euro elle s'est légèrement accélérée passant de 1,4% à 1,5%. Au Royaume Uni, les dernières données de janvier indiquent une inflation de 1,8% contre 2,1% en décembre.

Concernant les décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu le 7 mars courant ses taux inchangés, en indiquant qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs, mais proches de 2% à moyen terme. Elle a également indiqué qu'elle poursuivra le réinvestissement, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux d'intérêts et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidités favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Elle a aussi annoncé qu'elle prendra des mesures plus accommodantes avec en particulier le lancement d'une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III), chacune d'une échéance de deux ans, entre septembre 2019 et mars 2021. De même, la FED a gardé en janvier la fourchette cible des taux des fonds fédéraux inchangée à 2,25%-2,50%, tout en indiquant qu'elle fera preuve de patience dans les ajustements futurs.

Au plan national, les données provisoires des comptes extérieurs au titre de l'exercice 2018 indiquent la poursuite de la dynamique des exportations, avec notamment une amélioration de 17% à 51,7 milliards de dirhams des ventes de phosphates et dérivés et de 10,7% à 65 milliards de celles du secteur automobile. En parallèle, les importations ont enregistré une hausse de 9,6%, imputable essentiellement à un alourdissement de 18,3% à 82,2 milliards de la facture énergétique et une hausse de 9,5% à 119,8 milliards des acquisitions de biens d'équipement. Pour les autres principales composantes du compte courant, les recettes voyages se sont accrues de 1,5% à 73,2 milliards de dirhams, les transferts des MRE ont baissé de 1,7% à 64,8 milliards et les recettes de dons du CCG ont atteint 2,8 milliards de dirhams. Pour sa part, le flux net des IDE a augmenté de 6,7 milliards à 32,8 milliards. Tenant compte de ces évolutions et de celles des autres rubriques de la balance des paiements, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 230,9 milliards à fin 2018, soit l'équivalent de 5 mois et 4 jours d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, le besoin de liquidité bancaire s'est établi à 72 milliards de dirhams en moyenne en janvier et février 2019. Bank Al-Maghrib a ainsi porté le volume de ses injections à 72,8 milliards en moyenne, permettant de maintenir le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire proche du taux directeur. Les conditions monétaires ont également été caractérisées, au cours du quatrième trimestre 2018, par une appréciation de 0,3% du taux de change effectif réel et une baisse de 29 points de base des taux débiteurs à 5,06%. Le crédit au secteur non financier continue de s'accroître à un rythme modéré, terminant l'année 2018 sur une hausse de 3,1%, avec des augmentations de 0,5% pour les sociétés non financières privées, de 5,3% pour les ménages et de 4,2% pour les sociétés non financières publiques.

Sur le volet des finances publiques, l'exercice de 2018 s'est soldé par un déficit budgétaire en creusement de 4,2 milliards pour s'établir à 41,4 milliards. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 1,8%, recouvrant une amélioration des recettes fiscales et un repli de celles non fiscales, imputable essentiellement à la baisse des encaissements des dons des pays du CCG à 2,8 milliards au lieu de 9,5 milliards un an auparavant. En regard, les dépenses globales se sont alourdies de 2,4%, reflétant notamment des hausses de 5,5% pour les autres biens et services, de 15,6% de la charge de compensation à 17,7 milliards, soit 129,1% du montant prévu dans la loi de finances, et de 6% des transferts aux collectivités territoriales, alors que l'investissement a accusé une baisse de 2% à 65,7 milliards. Tenant compte de la reconstitution des dépenses en instance de paiement d'un montant de 3,2 milliards, le besoin de financement du Trésor est ressorti à 38,1 milliards, en aggravation de 0,17 milliard. Ce besoin et le flux net extérieur négatif de 1,9 milliard ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 40 milliards. Par conséquent, la dette publique directe aurait progressé de 4,7% à fin 2018 à 65% du PIB. S'agissant de l'exécution budgétaire au titre du premier mois de 2019, elle fait ressortir un excédent de 738 millions de dirhams au lieu de 978 millions un an auparavant. Cette évolution recouvre une amélioration de 12,8% des recettes ordinaires et un alourdissement de 17,5% des dépenses globales, résultat principalement de la hausse des biens et services et des investissements du Trésor.

Au plan des comptes nationaux, les données relatives au troisième trimestre 2018 font ressortir une décélération de la croissance à 3% après 3,9% le même trimestre un an auparavant. La valeur ajoutée agricole a augmenté de 3,8% au lieu de 15% et celle des activités non agricoles s'est améliorée de 3% au lieu de 2,5%. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages s'est accrue de 3,8% au lieu de 2,4% et celle des administrations publiques de 2,3% après 1,7%. Pour ce qui est de l'investissement, il a enregistré une hausse de 6,5% après une baisse de 1,4%. De leur côté, les exportations nettes de biens et services ont participé négativement à la croissance à hauteur de 1,7 point de pourcentage contre une contribution positive de 2,6 points une année auparavant.

Sur le marché du travail, les créations d'emplois se sont élevées à 112 mille après 86 mille en 2017, porté par une augmentation de 65 mille postes dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 64 mille demandeurs d'emploi, le taux d'activité est revenu de 46,7% à 46,2% et le taux de chômage a reculé de 10,2% à 9,8%. Ce dernier reste toutefois élevé parmi les jeunes citadins atteignant 43,2%.

Sur le marché immobilier, les prix ont affiché une hausse trimestrielle de 0,3% au quatrième trimestre et le nombre de transactions a enregistré un rebond de 11,2%. Sur l'ensemble de l'année, après une progression de 5,3% en 2017, les prix se sont stabilisés en 2018 et les transactions ont connu une hausse de 4,5%, recouvrant des augmentations de 2,9% pour le résidentiel, de 8,4% pour les terrains et de 9,1% pour les biens à usage professionnel. A la bourse de Casablanca, après avoir terminé l'année sur une contre-performance de 8,3%, les dernières données du mois de février indiquent une baisse de 2% du MASI depuis le début de l'année. Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est élevée à 574,9 milliards de dirhams au cours des deux premiers mois de l'année 2019, en baisse de 1,2% par rapport à décembre 2018.

Dans ces conditions, l'inflation est ressortie à 1,9% pour l'ensemble de l'année 2018 contre 0,7% en 2017, tirée essentiellement par l'accélération de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils, l'inflation sous-jacente étant revenue de 1,3% à 1,1%. Les données récentes indiquent une baisse de l'inflation à -0,5% en

janvier, traduisant une accentuation du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils à 7,8% et de celui des prix des carburants et lubrifiants à 10,7%. L'inflation sous-jacente est ressortie en légère décélération à 1% en liaison notamment avec le ralentissement de sa composante alimentaire.

En termes de perspectives, la croissance mondiale reste entourée de risques baissiers, liés notamment aux tensions géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux incertitudes entourant le Brexit. Dans la zone euro, la croissance du PIB se limiterait à 1,3% en 2019 avant de se redresser modérément à 1,7% en 2020. Aux Etats Unis, elle devrait ralentir, revenant de 2,9% en 2018 à 2,1% en 2019 puis à 1,6% en 2020, en lien principalement avec la poursuite du resserrement de la politique monétaire et la dissipation des effets des mesures de relance budgétaire. Sur le marché du travail, la situation demeurerait favorable, le taux de chômage devant rester bas aux Etats-Unis et continuer à baisser dans la zone euro, avec toutefois des niveaux largement différenciés selon le pays.

Dans les économies émergentes, la croissance économique en Chine devrait s'essouffler, à un rythme toutefois contenu, passant de 6,6% en 2018 à 6,1% en 2019 puis à 6,2% en 2020, à la faveur de mesures fiscales et monétaires incitatives. En Inde, la croissance demeurerait particulièrement soutenue par une demande intérieure vigoureuse et par la baisse prévue des cours des produits énergétiques.

Sur le marché des matières premières, les cours mondiaux du Brent devraient baisser, sous l'hypothèse en particulier du ralentissement de la demande mondiale de l'augmentation prévue de la production aux Etats-Unis. Après un cours moyen de 71,1\$/bl en 2018, le prix du Brent se situerait à 63,2\$/bl en moyenne en 2019 et à 61,7\$/bl en 2020. Pour leur part, les prix des produits alimentaires devraient s'inscrire en hausse graduelle à moyen terme, après un fléchissement de 3,5% en 2018. S'agissant des phosphates et dérivés, les cours ressortiraient à 404 dollars la tonne en moyenne en 2019 et à 408 dollars en 2020 pour le DAP, et à 343\$/t et à 346\$/t respectivement pour le TSP. De même pour le phosphate brut, les cours augmenteraient légèrement à 89\$/t en 2019 et à 92\$/t en 2020.

Dans ces conditions, l'inflation au niveau mondial devrait globalement décélérer en 2019 avant de retrouver des niveaux proches de ceux de 2018 sur le reste de l'horizon de prévision. Elle s'établirait aux Etats-Unis à 1,7% en 2019 et à 2,3% en 2020, et devrait baisser dans la zone euro à 1,3% en 2019 puis passerait à 1,5% en 2020.

Au niveau national, le rythme de progression des exportations connaîtrait un ralentissement en 2019 à 4,8%, avec une décélération des ventes de la construction automobile, le démarrage de l'usine Peugeot n'étant prévu qu'à partir de juillet 2019. En 2020, la dynamique des exportations devrait s'accélérer à 6,1%. En parallèle, le rythme de progression des importations devrait ralentir à 2,9% en 2019 et à 3,2% en 2020, sous l'effet de l'allègement attendu de la facture énergétique et d'une atténuation de la hausse des acquisitions de biens d'équipement. Pour ce qui des recettes voyages et des transferts des MRE, leur croissance oscillerait entre 3,1% et 3,5% en 2019 et autour de 4% en 2020 respectivement. Compte tenu de ces évolutions, et sous l'hypothèse d'entrées de dons du CCG de 2 milliards en 2019 et de 1,8 milliard en 2020, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 4,1% du PIB en 2019 et à 3,4% en 2020. Pour sa part, le flux des IDE devrait se stabiliser à l'équivalent de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision. Au total, et tenant compte des deux sorties prévues du Trésor à l'international, les RIN devraient se renforcer à 239,4 milliards en 2019 avant de revenir à 235,7 milliards en 2020, assurant ainsi la couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Tenant compte de l'évolution prévue des réserves internationales nettes et de la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité se creuserait de 69,7 milliards de dirhams à fin 2018 à 70,6 milliards à fin 2019 et à 84,8 milliards à fin 2020. En ce qui concerne les conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait légèrement s'apprécier en 2019 avant d'enregistrer une relative dépréciation en 2020. Pour sa part, la progression du crédit au secteur non financier resterait modérée à 3,1% en 2019, avant de s'accélérer à 4,4% en 2020.

Au niveau des finances publiques, le processus de consolidation devrait ralentir. Le déficit budgétaire se creuserait davantage à 4,1% du PIB en 2019 après 3,7% du PIB en 2018, en lien notamment avec une hausse notable des dépenses de fonctionnement. En 2020, il s'atténuerait à 3,5%, sous l'effet principalement des efforts de mobilisation des ressources.

Pour ce qui est des comptes nationaux, la croissance nationale se situerait à 3,1% en 2018 après 4,1% en 2017, recouvrant une décélération de 15,4% à 4,3% de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 2,7% à 2,9% de celle des activités non agricoles. Tenant compte d'une prévision de la production céréalière autour de 60 millions de quintaux au titre de la campagne 2018-2019, établie sur la base des données climatiques au 10 mars, et sous l'hypothèse d'une campagne agricole normale en 2019-2020, la valeur ajoutée agricole reculerait de 3,8% en 2019 avant d'augmenter de 6% en 2020. En parallèle, les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration avec une progression de 3,4% puis de 3,8%. Au total, la progression du PIB reviendrait à 2,7% en 2019 et s'accélélerait à 3,9% en 2020.

Dans ce contexte, l'inflation diminuerait de 1,9% en 2018 à 0,6% en 2019 avant de s'accélérer à 1,1% en 2020. Sa composante sous-jacente devrait décélérer à 0,8% en 2019, en lien principalement avec le recul de la demande domestique et l'appréciation du TCER, avant d'augmenter à 1,4% en 2020.

Le scénario central des prévisions reste marqué par de nombreuses incertitudes qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale. La balance des risques ressort orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation. Les risques entourant la croissance nationale sont liés à une production céréalière qui demeure tributaire des conditions climatiques à court terme, ainsi qu'à un affaiblissement plus important de la demande étrangère, en lien avec une dégradation des perspectives de l'activité chez les principaux pays partenaires. Celles-ci sont, en effet, assujetties à plusieurs incertitudes, liées notamment à la montée du protectionnisme, aux modalités du Brexit, ainsi qu'à davantage d'affaiblissement de la croissance en Chine. Pour ce qui est des prévisions d'inflation, un prix du Brent plus élevé pourrait induire une augmentation de l'inflation. En revanche, un recul plus important de la demande intérieure et/ou une accentuation de l'appréciation du TCER pourraient affaiblir l'inflation. Quant à l'évolution des projections des autres variables, celles des RIN en particulier restent tributaires notamment de la concrétisation des entrées de dons du CCG et de la réalisation de deux sorties consécutives du Trésor à l'international.

## 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Au cours de l'année 2018, et à l'exception des Etats-Unis où elle a enregistré une légère accélération, la croissance économique a marqué un ralentissement dans la majorité des principaux pays avancés et émergents. Dans la zone euro, les données du quatrième trimestre 2018 font ressortir la poursuite de la décélération de la croissance. De même, au Royaume-Uni, et après deux trimestres d'affermissement de l'activité, la croissance a marqué un ralentissement en lien avec l'accentuation des incertitudes autour du Brexit à l'approche de l'échéance du 29 mars. Au Japon, la croissance a légèrement progressé suite notamment à l'amélioration de l'investissement. Dans les principales économies émergentes, la croissance continue de perdre de son élan en Chine et en Inde, avec un nouveau ralentissement au quatrième trimestre 2018. En Russie, les données disponibles, qui restent celles du troisième trimestre, font état d'une décélération de la croissance. Sur le marché de l'emploi, la situation reste globalement favorable dans les principales économies avancées, avec toutefois des évolutions différenciées entre pays. De leur côté, les marchés financiers ont été portés principalement par un regain d'optimisme quant à l'issue des négociations commerciales en cours entre les Etats-Unis et la Chine ainsi que par le discours plus accommodant de la FED concernant la normalisation de sa politique monétaire. Les principaux indices boursiers des pays avancés et émergents sont ressortis à la hausse, alors que les taux de rendement obligataires souverains se sont détendus. Au niveau des marchés des matières premières, le prix du pétrole s'est orienté à la hausse, tandis que les cours des produits non énergétiques ont affiché globalement des baisses en glissement annuel. Dans ces conditions, le taux d'inflation s'est légèrement accéléré en février dans la zone euro, tandis qu'il ressort en baisse aux Etats-Unis. Au total, ces évolutions laissent indiquer 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 de nouveau raffermie à 3,1% au quatrième trimestre, reflétant notamment la bonne tenue des dépenses de consommation et de l'investissement. En revanche, et dans un climat de fortes incertitudes, liées notamment au sort du Brexit et aux développements politiques dans certains pays européens, la croissance de la zone euro a ralenti pour le cinquième trimestre consécutif, revenant à 1,1% au quatrième trimestre 2018. Cela reflète le fléchissement de la croissance en Allemagne à 0,6%, suite à la baisse de la production automobile qui a souffert de l'introduction de nouvelles normes visant la lutte contre la pollution. Le recul a concerné également la France et l'Italie dont la croissance a décéléré respectivement à 0,9% et à 0,03%, alors qu'en Espagne, la croissance s'est stabilisée à 2,4%.

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

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

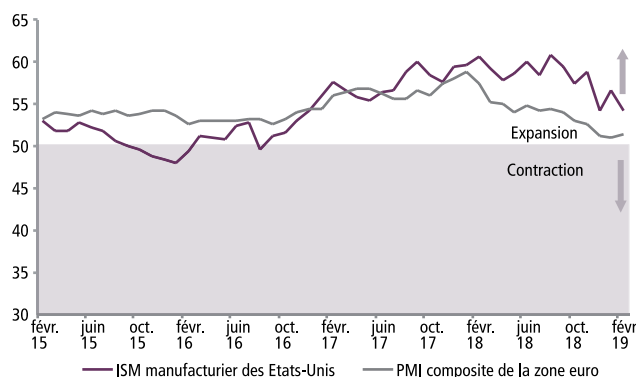
Source : Thomson Reuters.



Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité a décéléré au quatrième trimestre à 1,3%, traduisant la chute des investissements des entreprises et la détérioration des exportations nettes. Au Japon, la croissance a légèrement augmenté à 0,3% au quatrième trimestre, reflétant notamment l'amélioration de l'investissement des entreprises. Pour ce qui est des principaux pays émergents, la croissance en Chine a de nouveau décéléré au quatrième trimestre à 6,4%, suite à l'affaiblissement de la demande intérieure. Impactée principalement par la faiblesse de la consommation des ménages et des dépenses publiques, la croissance indienne a fléchi une deuxième fois à 6,3%. Dans le même sens, et après une accélération au troisième trimestre, la croissance au Brésil a décéléré à 1,1% sur fond d'un ralentissement de l'investissement et d'une contraction des dépenses publiques. En regard, les données de l'activité économique en Russie qui restent celles du troisième trimestre, indiquent un repli de la croissance à 1,5%, en relation notamment avec la forte baisse de la production agricole.

Par ailleurs, les indicateurs avancés de l'activité font ressortir une amélioration de l'indice PMI composite de la zone euro, s'inscrivant en légère augmentation à 51,4 points en février après 51 points en janvier. Dans le même sens, l'indice manufacturier des Etats-Unis (ISM) de janvier. En revanche, l'indice manufacturier des Etats-Unis (ISM) est ressorti en baisse à 54,2 points contre 56,6 un mois auparavant.

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



Source : Thomson Reuters.

## 1.1.2 Marché de l'emploi

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage aux Etats-Unis a reculé à 3,8% en février contre 4% le mois précédent, avec toutefois une chute des créations d'emplois à 20.000 postes contre 311.000 un mois auparavant. Dans la zone euro, le taux de chômage est resté stable à 7,8% en janvier 2019 soit le niveau le plus faible enregistré depuis octobre 2008. Par pays, il a diminué à 8,8% en France, à 3,2% en Allemagne et à 14,1% en Espagne, et a en revanche enregistré une légère hausse à 10,5% en Italie. Au Royaume-Uni, les données disponibles pour le mois de novembre indiquent une stabilisation du taux de chômage à 4,0%.

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

	2017	2018	2018		2019
			déc.	janv.	févr.
<b>Etats-Unis</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>
<b>Zone euro</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>N.D</b>
France	9,4	9,1	8,9	8,8	N.D
Allemagne	3,8	3,4	3,3	3,2	N.D
Italie	11,2	N.D	10,4	10,5	N.D
Espagne	17,2	15,3	14,3	14,1	N.D
<b>Royaume-Uni</b>	<b>4,4</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>

Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

Sur les marchés boursiers, les indices des principales économies avancées sont ressortis en hausse entre janvier et février, le Dow Jones ayant augmenté de 5,7%, l'EuroStoxx 50 de 4%, le NIKKEI 225 de 2,9% et le FTSE 100 de 4,3%. Ces évolutions ont été accompagnées d'une atténuation de la volatilité aussi bien sur le marché américain qu'européen.

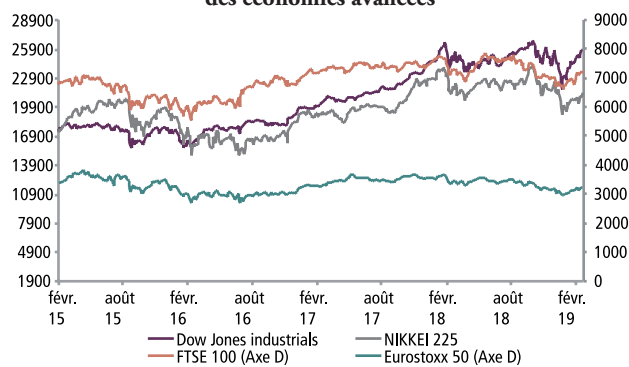
Concernant les économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 4,1%, recouvrant notamment des hausses respectives de 7,4% et de 9% pour les indices de la Chine et de la Turquie et une légère baisse de 0,5% pour celui de l'Inde.



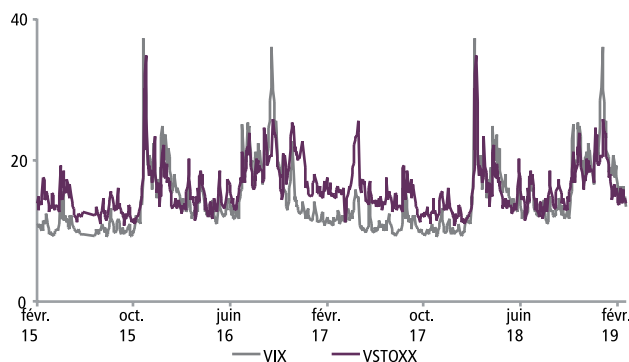
Au niveau des marchés obligataires, les rendements souverains se sont orientés à la baisse en février. En effet, dans les principales économies européennes, le taux des bons à 10 ans a diminué à 0,1% pour l'Allemagne, à 1,3% pour l'Espagne, à 1,6% pour le Portugal et à 4,4% pour la Grèce, alors qu'il a stagné à 0,6% pour la France et à 2,8% pour l'Italie. Ce taux est également resté inchangé à 2,7% pour les bons du Trésor américain.

S'agissant des principales économies émergentes, hormis l'Inde où il a augmenté de 7,5% à 7,6% entre janvier et février, le taux de rendement souverain à 10 ans a accusé un recul de 8,4% à 8,1% pour le Brésil, de 3,2% à 3,1% pour la Chine et de 15,5% à 14,4% pour la Turquie.

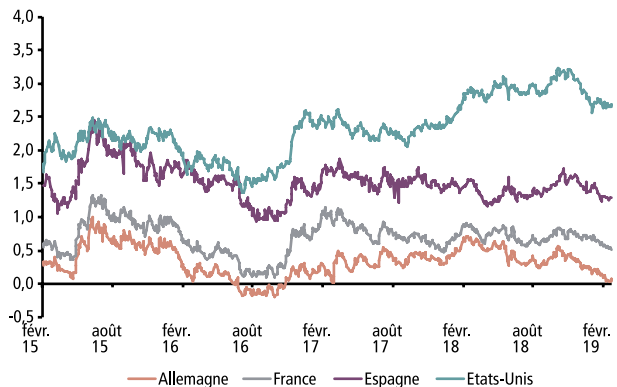
**Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**



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

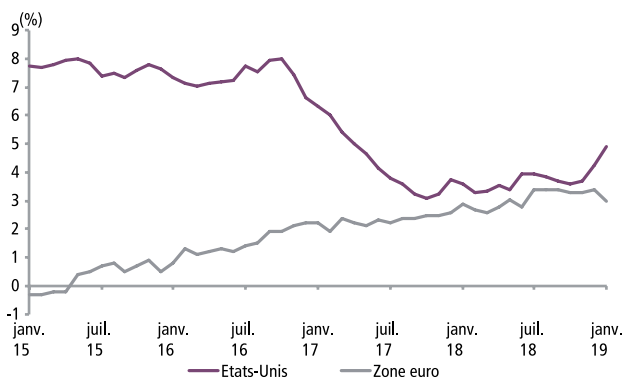


**Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans**



Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,3%, alors que le Libor de même maturité a légèrement diminué de 2,8% en janvier à 2,7% en février. Le crédit bancaire a, quant à lui, vu son rythme annuel s'accélérer de 4,2% en décembre à 4,9% en janvier aux Etats-Unis, tandis qu'il a décéléré de 3,4% à 3% dans la zone euro.

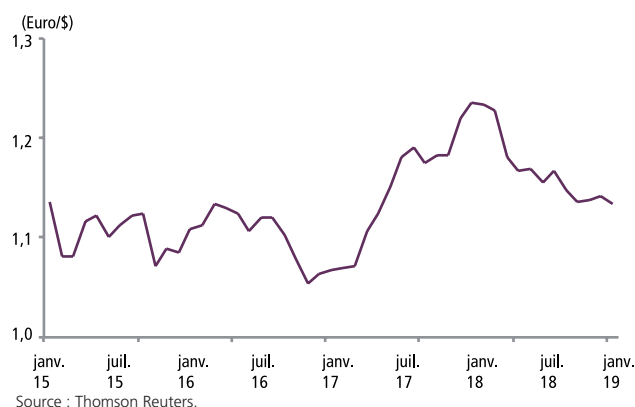
**Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)**



Sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié entre janvier et février de 0,7% vis-à-vis du dollar, et de 1,2% contre la livre sterling, tandis qu'il s'est apprécié de 0,6% par rapport au yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles ont évolué différemment vis-à-vis du dollar avec une stagnation pour le real brésilien et le yuan chinois à respectivement 3,7 reals et 6,8 yuans, une dépréciation de 0,8% pour

la roupie indienne et une appréciation de 1,6% de la livre turque.

**Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar**



S'agissant des décisions de politique monétaire, la FED a décidé lors de sa dernière réunion de janvier de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 2,25%-2,50%. Elle a également signalé qu'à la lumière des développements économiques et financiers mondiaux et des pressions inflationnistes modérées, elle fera preuve de patience dans les ajustements futurs du taux des fonds fédéraux. En outre, elle est disposée à ajuster les modalités de normalisation de son bilan à la lumière de l'évolution de la situation économique et financière.

De même, la BCE a décidé le 7 mars de maintenir ses taux inchangés et a indiqué que désormais elle prévoit qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à fin 2019<sup>1</sup>, et en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs, mais proches de 2% à moyen terme. Concernant les mesures non conventionnelles, elle a signalé qu'elle entend poursuivre les réinvestissements en totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses

taux d'intérêt et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Elle a également annoncé qu'une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (« targeted longer-term refinancing operations », TLTRO-III), chacune d'une échéance de deux ans, seront menées entre septembre 2019 et mars 2021.

La Banque d'Angleterre a également maintenu, lors de sa réunion du 7 février, son taux directeur inchangé à 0,75%. En outre, elle a décidé de garder le stock d'achats d'obligations du gouvernement britannique à 435 milliards de livres sterling et celui des achats d'obligations notées «investment-grade» d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling.

Au niveau des pays émergents, la Banque de Réserve de l'Inde a abaissé le 7 février son taux directeur de 25 points de base à 6,25%, et a révisé à la baisse ses projections d'inflation. Pour sa part, la Banque centrale du Brésil a gardé inchangé le 6 février son taux directeur à 6,5%, tout en indiquant que les données récentes sur l'activité économique dénotent une reprise progressive de l'économie brésilienne. Enfin, la Banque centrale de Russie a décidé le 14 décembre de relever son taux directeur de 0,25 point de pourcentage à 7,75%, une décision visant à limiter les risques inflationnistes qui demeurent élevés à court terme.

## 1.3 Prix des matières premières et inflation

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Soutenus par la réduction de l'offre, notamment celle de l'OPEP, et par la baisse à la fin du mois des stocks américains, les prix du pétrole ont poursuivi leur redressement en février, le prix du Brent s'étant établi

<sup>1</sup> Dans ses précédents communiqués, la BCE prévoyait que les taux resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019.

à 64,13 dollars le baril, soit une progression de 8,2% par rapport à janvier. Il ressort toutefois en léger repli de 2% en glissement annuel.

Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen a accusé une nouvelle baisse de 17,3% d'un mois à l'autre et de 10,6% en glissement annuel.

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

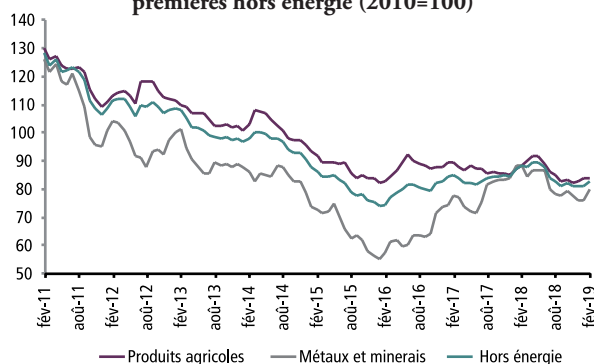


Source : Banque Mondiale.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les prix des matières premières non-énergétiques ont continué de baisser en février, avec des replis de 9,6% en glissement annuel pour les métaux et minerais et de 5,4% pour les produits agricoles. Pour ce qui est du blé dur en particulier, son prix a rebondi de 4,4% d'un mois à l'autre et affiche en variation annuelle une hausse de 14%.

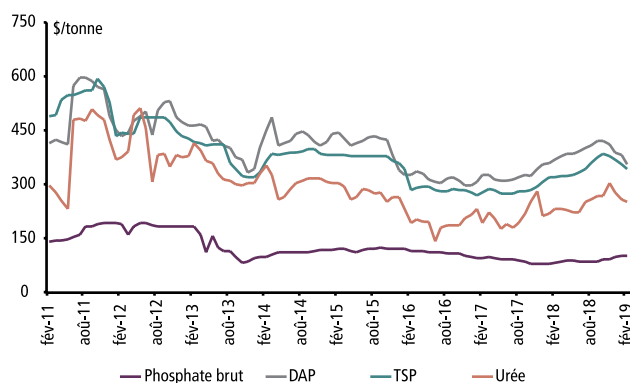
**Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)**



Source : Banque Mondiale.

Sur le marché du phosphate et engrais, les cours ont poursuivi leur recul en février avec des taux de 6,5% à 357,4\$/t pour le DAP, de 3,1% à 344\$/t pour le TSP et de 3,6% à 250,6\$/t pour l'urée. Le prix du phosphate brut est demeuré toutefois inchangé à 102,5\$/t de même que celui du chlorure de potassium à 215,5\$/t. En variation annuelle, les données font ressortir, d'une part, des hausses de prix de 24,2% pour le phosphate brut, de 7,5% pour le TSP et de 7,8% pour l'urée et d'autre part, une baisse de 3,4% pour le DAP et une stagnation pour le chlorure de potassium.

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



Source : Banque Mondiale.

### 1.3.3 Inflation

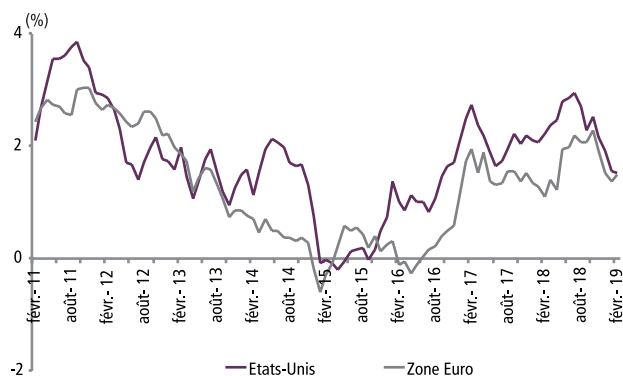
Selon Eurostat, l'inflation dans la zone euro s'est légèrement accélérée en février, passant de 1,4% à 1,5%. Par pays, elle est ressortie à 1,6% après 1,4% en France, à 1,1% après 0,9% en Italie, à 1,1% après 1% en Espagne et est restée stable à 1,7% en Allemagne.

Pour ce qui est des autres principales économies avancées, la hausse des prix à la consommation a ralenti de 1,6% à 1,5% aux Etats-Unis alors qu'au Royaume Uni et au Japon, les dernières données demeurent celles de janvier et indiquent des replis à 1,8% et à 0,2% respectivement.

Au niveau des pays émergents, l'inflation a marqué en février une accélération de 5% à 5,2% en Russie, de

3,8% à 3,9% au Brésil et de 2% à 2,6% en Inde. Elle a poursuivi en revanche son recul en Chine, revenant de 1,7% à 1,5%.

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



Sources : Eurostat et BLS

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

	2016	2017	2018	2019	
			déc.	janv.	févr.
<b>Etats-Unis</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>
<b>Zone Euro</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
Allemagne	0,4	1,7	1,7	1,7	1,7
France	0,3	1,2	1,9	1,4	1,6
Espagne	-0,2	2,0	1,2	1,0	1,1
Italie	-0,1	1,3	1,2	0,9	1,1
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>n.d</b>
<b>Japon</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>n.d</b>

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

En 2018, le déficit commercial s'est creusé de 16,4 milliards pour s'établir à 205,6 milliards de dirhams. Les importations ont augmenté de 42,2 milliards ou 9,6%, reflétant essentiellement l'alourdissement de la facture énergétique et l'augmentation des acquisitions de biens d'équipement. En parallèle, la dynamique des exportations s'est maintenue avec un accroissement de 25,9 milliards ou 10,4%, résultat notamment de la poursuite de la bonne performance des ventes du phosphate et ses dérivés et de celles de l'industrie automobile. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré de 56,8% à 57,2% d'une année à l'autre.

Par ailleurs, le rythme de progression des recettes de voyage a ralenti de 12,3% en 2017 à 1,5% en 2018, les transferts des MRE ont baissé de 1,7% après une augmentation de 5,3% en 2017 et les dons en provenance du CCG ont totalisé 2,8 milliards de dirhams au titre de l'année 2018, après 9,5 milliards un an auparavant. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a enregistré une hausse de 25,9% à 32,8 milliards, alors que celui des investissements des marocains à l'étranger est revenu de 9,9 milliards à 5,4 milliards. Dans ces conditions, les réserves internationales nettes de Bank Al-Maghrib se sont établies à 230,9 milliards de dirhams à fin 2018, soit l'équivalent de 5 mois et 4 jours d'importations de biens et services.

### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations a concerné l'ensemble des principaux secteurs. Les ventes des phosphates et dérivés se sont améliorées de 17% à 51,7 milliards de dirhams, reflétant essentiellement les hausses des prix à l'export de 16,8% pour les engrais naturels et de 25% pour l'acide phosphorique. Les quantités exportées ont, pour leur part, progressé de 2,8% pour l'acide phosphorique, de 1,7% pour le phosphate brut et de 1,3% pour les engrais naturels. Pour leur part, les ventes du secteur automobile ont augmenté de 10,7% à 65 milliards, résultat de hausses de 10,4% pour la « construction » et de 7,9% pour le segment « câblage ». De même, les exportations du secteur agricole et agro-alimentaire se sont accrues de 6,8% à 58,1 milliards, intégrant une augmentation de 15% pour l'« agriculture, sylviculture, et chasse » à 23,9 milliards et de 1,7% pour l'industrie alimentaire à 32,2 milliards de dirhams. Pour les autres principaux secteurs, les ventes ont affiché un accroissement de 4% à 38,5 milliards de dirhams pour le « textile et cuir » et ont poursuivi leur dynamique avec une amélioration de 13,9% à 13,9 milliards pour l'aéronautique.

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

Secteurs/ Segments	2018*	2017	Variations	
			En valeur	En %
<b>Exportations</b>	<b>274 713</b>	<b>248 841</b>	<b>25 872</b>	<b>10,4</b>
<b>Phosphates et dérivés</b>	<b>51 747</b>	<b>44 210</b>	<b>7 537</b>	<b>17,0</b>
Phosphates bruts	8 267	8 370	-104	-1,2
Engrais naturels et chimiques	29 812	25 203	4 609	18,3
Acide phosphorique	13 669	10 637	3 032	28,5
<b>Automobile</b>	<b>65 047</b>	<b>58 783</b>	<b>6 264</b>	<b>10,7</b>
Construction	34 838	31 568	3 270	10,4
Câblage	23 029	21 339	1 690	7,9
<b>Agriculture et Agro-alimentaire</b>	<b>58 122</b>	<b>54 435</b>	<b>3 687</b>	<b>6,8</b>
Agriculture, sylviculture, chasse	23 872	20 767	3 105	15,0
Industrie alimentaire	32 232	31 688	544	1,7
<b>Textile et Cuir</b>	<b>38 512</b>	<b>37 048</b>	<b>1 464</b>	<b>4,0</b>
Vêtements confectionnés	23 950	23 318	632	2,7
Articles de bonneterie	7 816	7 553	263	3,5
Chaussures	3 069	2 999	70	2,3
<b>Aéronautique</b>	<b>13 912</b>	<b>12 216</b>	<b>1 696</b>	<b>13,9</b>
<b>Electronique</b>	<b>9 771</b>	<b>9 112</b>	<b>659</b>	<b>7,2</b>
Composants électroniques	4 624	4 395	229	5,2
<b>Industrie pharmaceutique</b>	<b>1 245</b>	<b>1 162</b>	<b>83</b>	<b>7,1</b>
<b>Autres</b>	<b>36 357</b>	<b>31 875</b>	<b>4 482</b>	<b>14,1</b>

\*Données provisoires

Source : Office des Changes.

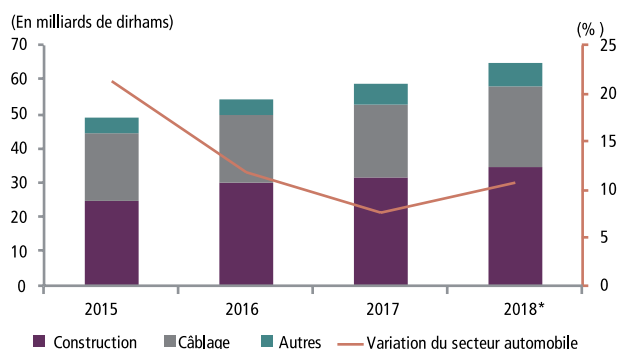
**Tableau 2.2 : Evolution des exportations de phosphates et dérivés\* (en glissement annuel, en %)**

	2018/2017		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphate brut	-1,2	1,7	-2,9
Engrais naturels et chimiques	18,3	1,3	16,8
Acide phosphorique	28,5	2,8	25,0

\*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 des importations en 2018 reflète essentiellement un alourdissement de la facture énergétique de 18,3% à 82,2 milliards, dans un contexte marqué par l'augmentation des cours internationaux de pétrole. Les importations de « gasoil et fuel » et des « houilles, coques et combustibles » ont ainsi progressé de 20,7% et de 43,7% suite essentiellement au renchérissement de leurs prix à l'import de 28,3% et de 20,2% respectivement. Concernant les acquisitions de biens d'équipement, elles ont progressé de 9,5% à 119,8 milliards, avec en particulier une augmentation de 2,9 milliards pour les importations d'« avions et autres véhicules aériens ou spatiaux ». Pour leur part, les importations de biens de consommation ont augmenté de 7,9% à 108,1 milliards, reflétant essentiellement une hausse de 19,5% des achats des « parties et pièces pour voitures de tourisme ». De même, les importations

de produits alimentaires, et après une baisse de 4,6% en 2017, ont augmenté de 7,7% à 45,8 milliards, recouvrant notamment un accroissement de 9,4% des acquisitions de blé à 9,1 milliards et une baisse de 29,2% de celles du « sucre brut ou raffiné ».

Au total, le déficit commercial s'est creusé de 16,4 milliards à 205,6 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est amélioré de 0,4 point de pourcentage à 57,2%.

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

Groupements d'utilisation	2018*	2017	Variations	
			En valeur	En %
<b>Importations CAF</b>	<b>480 321</b>	<b>438 080</b>	<b>42 241</b>	<b>9,6</b>
<b>Produits énergétiques</b>	<b>82 239</b>	<b>69 542</b>	<b>12 697</b>	<b>18,3</b>
Gas-oils et fuel-oils	41 377	34 291	7 086	20,7
Houilles; coques et combustibles solides	8 655	6 024	2 631	43,7
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	<b>15 601</b>	<b>13 789</b>	<b>1 812</b>	<b>13,1</b>
<b>Biens d'équipement</b>	<b>119 759</b>	<b>109 352</b>	<b>10 407</b>	<b>9,5</b>
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	4 892	2 000	2 892	-
Parties d'avions	7 709	5 438	2 271	41,8
Machines et appareils divers	<b>10 122</b>	<b>8 958</b>	<b>1 164</b>	<b>13,0</b>
<b>Produits finis de consommation</b>	<b>108 137</b>	<b>100 259</b>	<b>7 878</b>	<b>7,9</b>
Parties et pièces pour voitures de tourisme	<b>17 383</b>	<b>14 544</b>	<b>2 839</b>	<b>19,5</b>
<b>Demi produits</b>	<b>99 621</b>	<b>95 571</b>	<b>4 050</b>	<b>4,2</b>
Fils, barres et profilés en cuivre	5 094	4 022	1 072	26,7
Papiers et cartons	<b>6 564</b>	<b>5 900</b>	<b>664</b>	<b>11,3</b>
<b>Produits bruts</b>	<b>24 609</b>	<b>20 716</b>	<b>3 893</b>	<b>18,8</b>
Soufres bruts	7 994	5 002	2 992	59,8
<b>Produits alimentaires</b>	<b>45 780</b>	<b>42 526</b>	<b>3 254</b>	<b>7,7</b>
Blé	9 125	8 341	784	9,4
Tourteaux	4 911	4 274	637	14,9

\*Données provisoires

Source : Office des Changes.

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

	2018/2017		
	Valeur	Quantité	Prix
Gas-oils et fuel-oils	20,7	-5,9	28,3
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	13,1	-0,7	13,9
Houilles; coques et combustibles solides	43,7	19,5	20,2

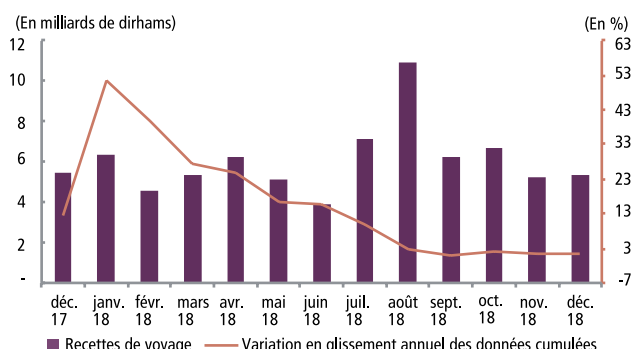
\*Données provisoires

Source : Office des Changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, les recettes de voyage, après une hausse de 12,3% en 2017, se sont accrues de 1,5% à 73,2 milliards de dirhams, et les dépenses au même titre ont augmenté de 8,8% à 18,9 milliards de dirhams. Quant aux services de transport, les recettes ont progressé de 8,2% à 33 milliards et les dépenses se sont accrues de 7,7% à 42,8 milliards de dirhams. Au total, la balance des services a affiché un solde excédentaire de 74,2 milliards de dirhams, en hausse de 4,7% par rapport l'année précédente.

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

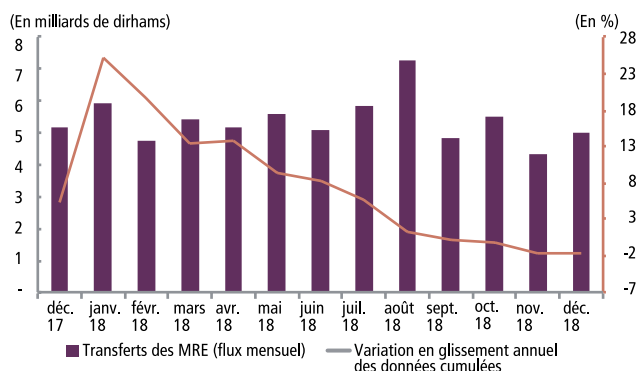


\*Données provisoires

Source : Office des Changes.

Pour ce qui est des transferts des MRE, après une hausse de 5,3% en 2017, ils ont baissé de 1,7% à 64,8 milliards de dirhams.

**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)**

	2018*	2017	Variations	
			En valeur	En %
<b>Importations</b>	<b>100 316</b>	<b>96 730</b>	<b>3 586</b>	<b>3,7</b>
Transport	42 846	39 776	3 070	7,7
Voyages	18 860	17 341	1 519	8,8
<b>Exportations</b>	<b>174 515</b>	<b>167 607</b>	<b>6 908</b>	<b>4,1</b>
Transport	32 953	30 462	2 491	8,2
Voyages	73 196	72 127	1 069	1,5
<b>Solde</b>	<b>74 199</b>	<b>70 877</b>	<b>3 322</b>	<b>4,7</b>

\*Données provisoires

Source : Office des Changes.

## 2.3 Compte financier

Le flux net des IDE a augmenté de 6,7 milliards de dirhams à 32,8 milliards, résultat d'une progression de 11,7 milliards des recettes plus importante que celle de 4,9 milliards des cessions. Quant aux flux des investissements directs des marocains à l'étranger, il a reculé de 9,9 milliards à 5,4 milliards de dirhams, suite à une diminution de ces investissements de 4,9 milliards, plus accentuée que celle de 455 millions de dirhams des cessions.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 230,9 milliards

à fin 2018, soit l'équivalent de 5 mois et 4 jours d'importations de biens et services.

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

	2018*	2017	Variations	
			En valeur	En %
<b>Investissements directs étrangers</b>	<b>32 781</b>	<b>26 033</b>	<b>6 748</b>	<b>25,9</b>
Recettes	46 050	34 353	11 697	34,0
Dépenses	13 269	8 320	4 949	59,5
<b>Investissement des marocains à l'étranger</b>	<b>5 436</b>	<b>9 895</b>	<b>-4 459</b>	<b>-45,1</b>

\*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

Les données provisoires relatives au mois de janvier 2019 indiquent un creusement du déficit commercial de 1,2 milliards de dirhams reflétant une augmentation de 2,6 milliards des importations plus importante que celle de 1,3 milliard des exportations.

L'amélioration de 5,9% des exportations a concerné les principaux secteurs, avec en particulier des progressions des ventes de 23% des phosphates et dérivés, de 3% pour les produits agricoles et agroalimentaire et de 1,9% pour celles du secteur de la construction automobile. L'alourdissement de 7% des importations reflète, quant à lui, des accroissements de 12,6% des acquisitions des demi-produits et de 43,8% des achats des produits bruts. La facture énergétique a, en revanche, reculé de 5,4% par rapport à janvier 2018.

En parallèle, les recettes de voyage et les transferts des MRE ont accusé des diminutions de 7,1% et de 9,2% respectivement.

S'agissant des investissements directs, le flux net de ceux étrangers s'est situé à 1,6 milliard, en baisse de 30,4% par rapport au premier mois de l'année précédente et celui des investissements des marocains à l'étranger s'est élevé à 2,1 milliards en augmentation de 41,4%.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 228 milliards à fin janvier, soit l'équivalent de 5 mois et 2 jours d'importations de biens et services.



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

Au cours du quatrième trimestre 2018, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif et une baisse des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, il continu de s'accroître à un rythme bas, aussi bien à destination des entreprises privées que publiques. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont poursuivi leur accélération et les réserves internationales nettes ont marqué une baisse. Au total, le rythme de progression en glissement annuel de la masse monétaire s'est stabilisé à 4,1% au quatrième trimestre 2018.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ont augmenté, en glissement trimestriel, de 0,3% au quatrième trimestre, évolution recouvrant une stagnation des prix du résidentiel et des hausses de 0,8% pour le foncier et de 1,4% pour les biens à usage professionnel. Concernant les transactions, leur nombre a enregistré un rebond de 11,2%. A la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 0,3% au quatrième trimestre, terminant l'année 2018 sur une contre-performance de 8,3%, tandis que le volume des échanges a augmenté de 16,9 milliards à 22,3 milliards d'un trimestre à l'autre.

#### 3.1 Conditions monétaires

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

Au cours du quatrième trimestre 2018, le besoin en liquidité des banques s'est légèrement atténué à 71,2 milliards de dirhams en moyenne. Ainsi, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 71,7 milliards, dont 69,1 milliards sous forme d'avances à 7 jours 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 données disponibles relatives aux mois de janvier et février 2019 indiquent une légère accentuation du déficit de liquidité à 72 milliards en moyenne.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté proche du taux directeur et s'est établi en moyenne à 2,28% au quatrième trimestre et 2,27% au cours des mois de janvier et février 2019. Sur le marché des bons du Trésor, après avoir connue une certaine stabilité, les taux se sont orientés globalement à la baisse en février 2019.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

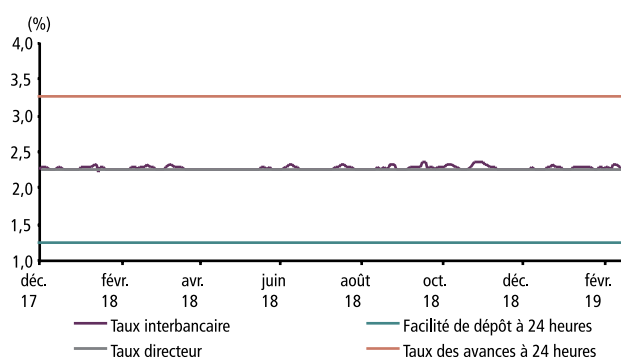
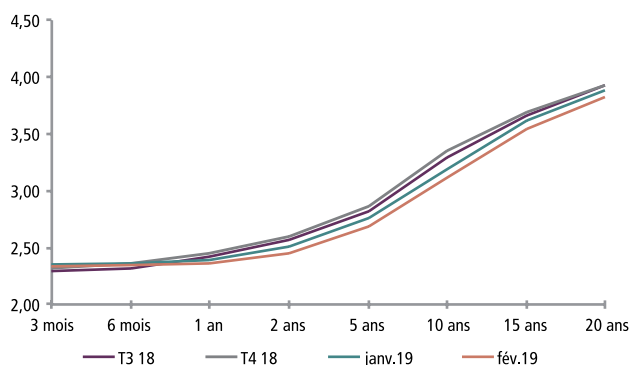


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

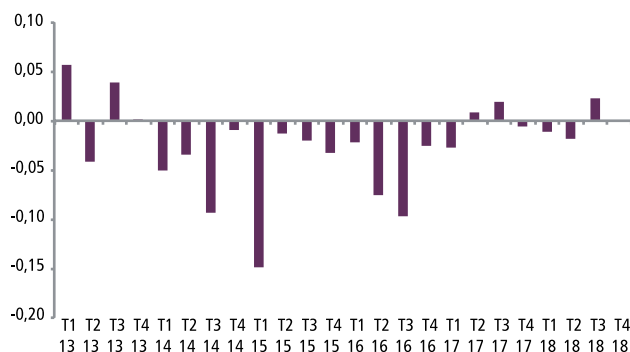
	2017				2018				2019	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janv.	févr.
52 semaines	2,32	2,26	2,36	2,29	2,35	2,31	2,42	2,45	2,44	2,35
2 ans	2,52	2,41	2,49	2,44	2,53	2,49	2,58	2,6	2,58	-
5 ans	2,83	2,78	2,83	2,77	2,8	2,77	2,82	2,86	2,85	2,75
10 ans	3,27	3,27	3,32	3,28	3,28	3,24	3,28	3,34	-	3,25
15 ans	3,87	3,87	3,87	3,71	3,68	3,68	3,7	3,74	3,72	3,62

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



Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt n'ont pas connu globalement des variations significatives au cours du quatrième trimestre. Pour leur part, les taux de rémunération des dépôts à terme ont enregistré des baisses de 9 points de base à 2,71% pour ceux à 6 mois et de 3 points à 3,04% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement<sup>1</sup> des banques est demeuré stable au cours du quatrième trimestre 2018.

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



Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au quatrième trimestre 2018 indiquent une baisse de 29 points de base du taux moyen global à 5,06%. Les taux assortissant les prêts aux entreprises ont reculé de 28 points, reflétant une diminution de ceux des

facilités de trésorerie et des prêts à l'équipement. Par taille d'entreprises, les taux ont accusé des replis de 10 points pour les grandes entreprises et de 3 points pour les TPME. De même, les taux appliqués aux crédits accordés aux particuliers ont accusé une baisse de 11 points de base, avec toutefois des augmentations de 13 points pour les crédits à la consommation et de 5 points pour les prêts à l'habitat.

**Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs**

	2018				Variation (en pb)
	T1	T2	T3	T4	
<b>Taux débiteur moyen</b>	<b>5,43</b>	<b>5,36</b>	<b>5,35</b>	<b>5,06</b>	<b>-29</b>
<b>Crédits aux particuliers</b>	<b>5,78</b>	<b>6,09</b>	<b>5,79</b>	<b>5,68</b>	<b>-11</b>
Crédits immobiliers	4,94	5,00	4,85	4,90	5
Crédits à la consommation	6,40	6,57	6,32	6,45	13
<b>Crédits aux entreprises</b>	<b>5,28</b>	<b>5,12</b>	<b>5,18</b>	<b>4,90</b>	<b>-28</b>
<b>Par objet économique</b>					
Facilités de trésorerie	5,23	5,02	5,15	4,82	-33
Crédits à l'équipement	5,51	5,20	4,90	4,82	-8
Crédits immobiliers	5,41	5,98	5,85	6,14	29
<b>Par taille d'entreprise</b>					
TPME	6,09	5,78	5,93	5,90	-3
Grandes entreprises	4,75	4,72	4,67	4,57	-10
<b>Crédits aux entrepreneurs individuels</b>	<b>6,23</b>	<b>7,08</b>	<b>6,80</b>	<b>6,41</b>	<b>-39</b>
Crédits immobiliers	5,78	6,06	5,76	5,94	18

**Tableau 3.3 : Taux créditeurs**

	2016		2017				2018			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
6 mois	2,94	2,90	2,86	2,80	2,81	2,80	2,79	2,78	2,80	2,71
12 mois	3,33	3,30	3,20	3,10	3,09	3,10	3,15	3,10	3,07	3,04

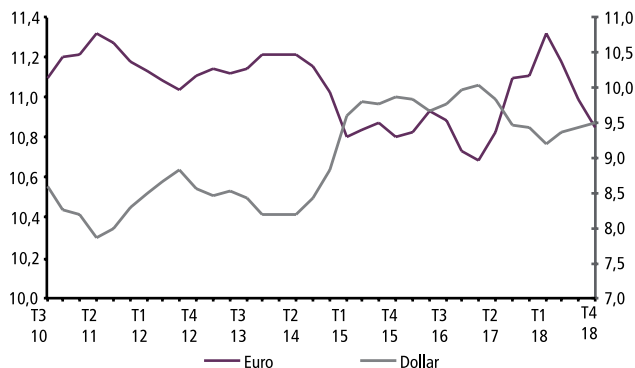
### 3.1.2 Taux de change

Au cours du quatrième trimestre 2018, l'euro s'est déprécié de 1,9% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,3% vis-à-vis de l'euro et s'est dépréciée de 0,7% contre le dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 1% contre le yuan chinois, alors qu'il s'est déprécié de 0,9% par rapport à la livre turque et de

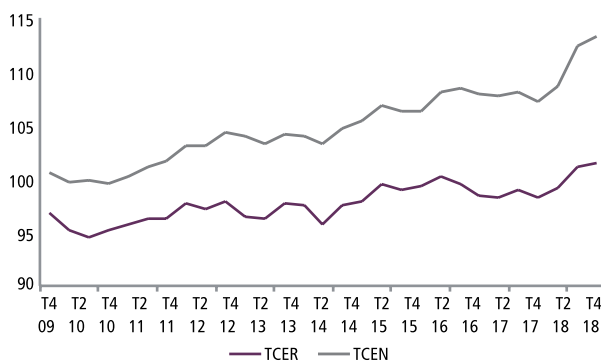
<sup>1</sup> Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

4,4% vis-à-vis du réal brésilien. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 0,8% en termes nominaux et de 0,3% en termes réels.

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



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

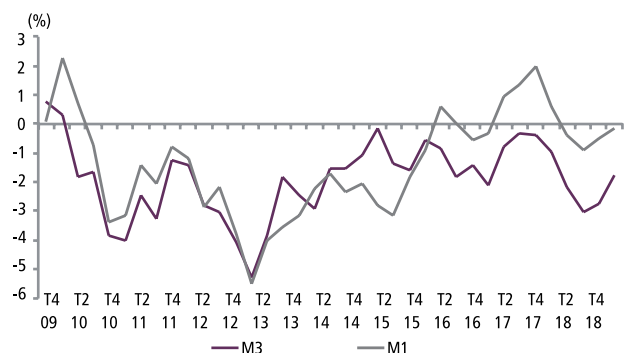
Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au quatrième trimestre des hausses de 4,1% pour les ventes à 22,8 milliards de dirhams et de 14,1% à 23,4 milliards pour les achats. En revanche, les ventes à terme ont diminué de 47,1% à 3,4 milliards et les achats à terme ont reculé de 18,7% à 10,6 milliards. Au cours de 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 à 3,8 milliards à fin décembre, contre 10,3 milliards à fin septembre 2018.

### 3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de l'agrégat M3 est resté quasi-stable à 4,1% au quatrième trimestre 2018. L'analyse des composantes de la masse monétaire indique une accélération de 0,7% à 5,8% d'un trimestre à l'autre du taux d'accroissement des dépôts à terme suite à l'expansion de 87,5% de ceux du secteur public après une baisse de 38,2%. En revanche, les comptes à vue ont vu leur rythme décélérer de 5,8% à 4,9%, recouvrant une diminution de 2,4% après une hausse de 11,5% de ceux des entreprises publiques et un ralentissement de 6,5% à 4,9% de ceux du secteur privé. Pour ce qui est des autres composantes, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 6,6% au lieu de 6,9% et les dépôts en devises ont connu un repli de 3,2% contre une hausse de 5,2% un trimestre auparavant.

Par principale contrepartie, l'évolution de M3 recouvre une baisse de 4,1% des réserves internationales nettes après une augmentation de 4,9%, un léger ralentissement de 2,7 à 2,2% du crédit bancaire, ainsi qu'une accélération de 10,2% à 23,3% des créances nettes sur l'administration centrale.

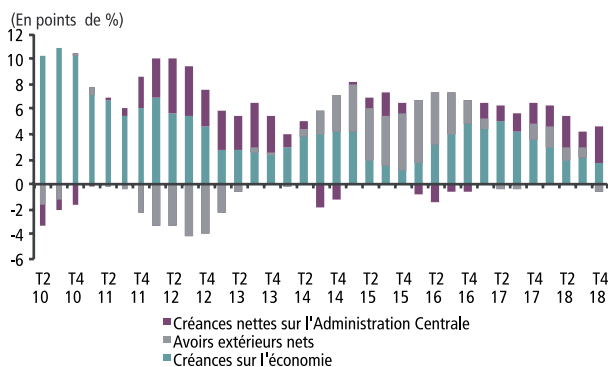
**Graphique 3.6 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)**



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.

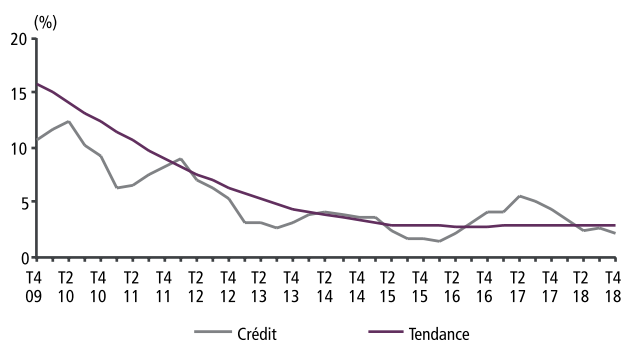
Source : BAM.

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



Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, sa progression est revenue de 3,8% au troisième trimestre à 2,6% au quatrième trimestre, traduisant la décélération du rythme de croissance des prêts aux entreprises aussi bien privées que publiques.

**Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit**

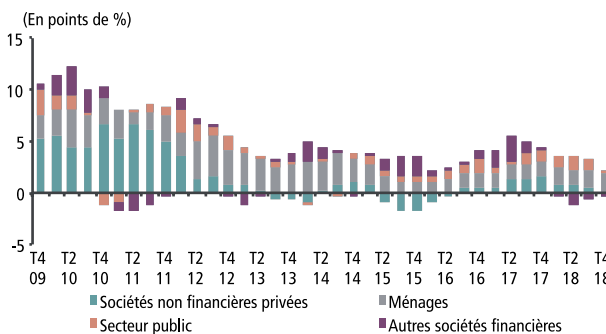


Les crédits aux entreprises publiques ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 14,5% à 4,1%, avec un ralentissement de 13,9% à 3,5% des prêts à l'équipement et de 20,3% à 0,2% des facilités de trésorerie. Pour leur part, les concours accordés aux entreprises privées ont reculé de 0,1% au quatrième trimestre après une hausse de 1,1%. Cette évolution inclut un ralentissement de 2,2% à 0,1% du rythme de progression des prêts à l'équipement et une diminution de 5,3% des crédits destinés à la promotion immobilière après une quasi-stagnation un trimestre auparavant. En revanche, les facilités de trésorerie ont vu leur baisse s'atténuer de 1,1% à 0,2%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles à fin décembre 2018 font ressortir une accélération des rythmes de progression des crédits de 13,7% à 19,2% pour les « industries chimiques et parachimiques » et de 0,9% à 3,4% pour les « industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques ». A l'inverse, les prêts accordés aux « industries alimentaires et tabac » et à la branche « bâtiment et travaux publics » ont ralenti de 14,4% à 14,3% et de 5,7% à 1,2% respectivement. De même, les crédits destinés aux branches « transports et communication » et « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » ont accusé des diminutions respectives de 4,6% et de 1,4%, après des hausses de 4,7% et de 0,2% le trimestre précédent.

En ce qui concerne les prêts aux particuliers, ils se sont accrus de 5,8%, après 5,4% au troisième trimestre, reflétant notamment des accélérations de 5,6% à 6,3% pour les crédits à l'habitat et de 6,1% à 6,3% pour ceux à la consommation.

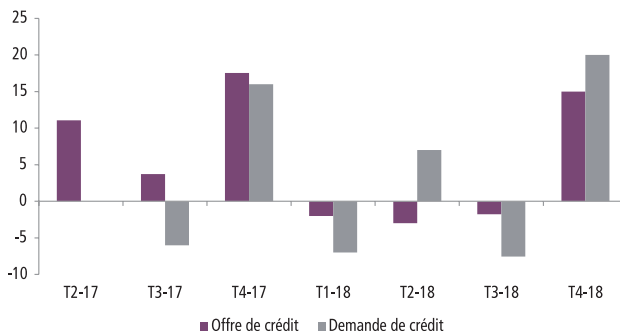
**Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit**



Pour ce qui est des créances en souffrance, elles se sont accrues de 3,5% au quatrième trimestre. Cette évolution traduit des progressions de 2,4% pour les entreprises non financières privées et de 3,1% pour les ménages. Le ratio des créances en souffrance au crédit bancaire est resté stable à 7,7% globalement, et à 7,7% pour les ménages et a augmenté à 11,6% pour les entreprises.

Les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès du système bancaire sur les conditions d'octroi du crédit indiquent un assouplissement des critères d'offre du crédit au quatrième trimestre 2018 pour les entreprises et les particuliers. Dans le même sens, la demande du crédit bancaire aurait augmenté aussi bien celle émanant des entreprises que celle des particuliers.

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

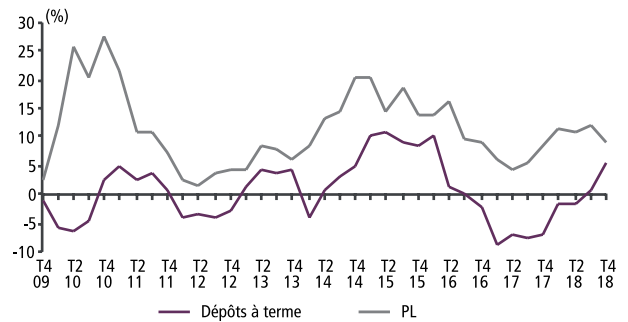


Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, leur taux de croissance est passé de 2,1% à 2,4% à fin décembre. Cette évolution reflète une accélération de 4% à fin septembre à 4,6% du rythme de progression des crédits accordés par les sociétés de financement. En revanche, les prêts distribués par les banques offshore ont augmenté de 3,2% après 7,3%.

Les données relatives au mois de janvier 2019 font ressortir une accélération du crédit bancaire à 3,2%. En particulier, les prêts destinés au secteur non financier se sont accrus de 3,3% au lieu de 2,6% au quatrième trimestre, résultat essentiellement d'une accélération des prêts aux entreprises publiques et privées.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, ils se sont accrus de 9,2% après 12,1%. Cette évolution est le résultat des décélérations des rythmes de progression de 6,5% à 5,6% pour les bons du Trésor, de 22,6% à 18,3% pour les titres des OPCVM obligataires, ainsi que d'une baisse de 5,6% après une hausse de 7,6% des titres des OPCVM actions et diversifiés.

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



## 3.2 Prix des actifs

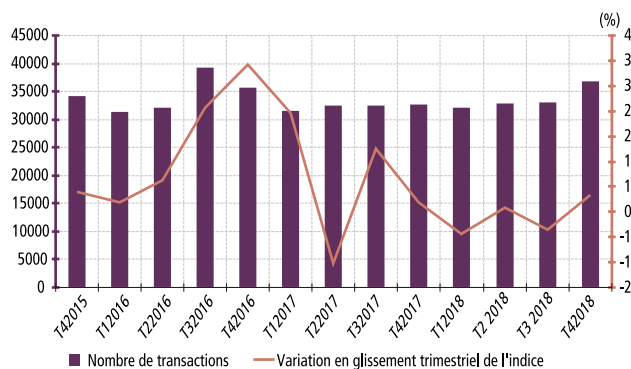
### 3.2.1 Actifs immobiliers

Au quatrième trimestre de 2018, l'indice des prix des actifs immobiliers a affiché, en glissement trimestriel, une hausse de 0,3%. Cette évolution recouvre des augmentations des prix de 0,8% pour les terrains et de 1,4% pour les biens à usage professionnel, ainsi qu'une stagnation de ceux des biens résidentiels. Le nombre de transactions a, quant à lui, enregistré un rebond de 11,2%, avec des hausses de 20,5% pour les biens à usage professionnel, de 15,7% pour les terrains et de 9,1% pour les actifs résidentiels.

Sur l'ensemble de l'année 2018, les prix des actifs immobiliers ressortent en quasi-stagnation. En parallèle, le volume de transactions a enregistré une hausse de 4,5% recouvrant des augmentations de 2,9% pour le résidentiel, de 8,4% pour les terrains et de 9,1% pour les biens à usage professionnel.

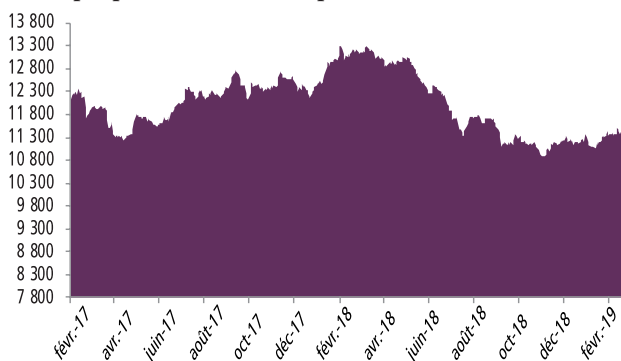
Au niveau des principales villes, les prix ont accusé des baisses trimestrielles de 0,9% à Fès, de 0,8% à Kénitra et de 0,7% à Oujda. Dans les autres villes, ils ont affiché des hausses allant de 0,4% à Rabat à 2,6% à El Jadida. Pour ce qui est des transactions, les augmentations les plus importantes ont été enregistrées à Meknès avec 34,7%, à El Jadida avec 30,1% et à Marrakech avec 18,6%.

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



Source : BAM et ANCFC.

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



Source : Bourse de Casablanca.

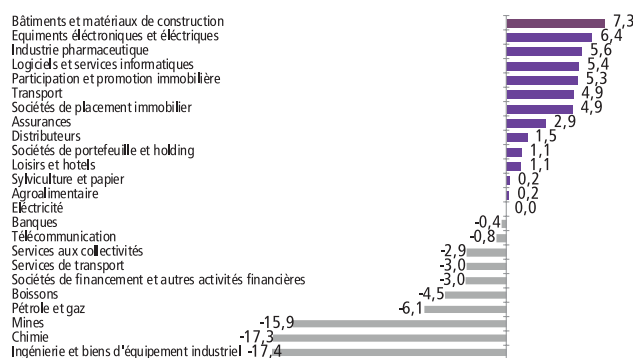
## 3.2.2 Actifs financiers

### 3.2.2.1 Actions

Au cours du quatrième trimestre de l'année, le MASI s'est apprécié de 0,3% en glissement trimestriel, sa contre-performance annuelle étant ainsi ressortie à 8,3%. L'évolution trimestrielle de l'indice de référence recouvre notamment les hausses des indices des secteurs des « bâtiments et matériaux de construction » de 7,3%, de la « participation et promotion immobilière » de 5,3% et des « assurances » de 2,9% ainsi que les contre-performances de 15,9% pour les « mines », de 6,1% pour les « pétrole et gaz » et de 0,8% pour les « télécommunications ».

Pour l'ensemble de l'année 2018, la contre-performance enregistrée par le Masi trouve son origine notamment dans les baisses des indices des secteurs de la « participation et promotion immobilière » de 47,8%, des « assurances » de 14,5% et des « banques » de 7,5%. A l'inverse, les « télécommunications » ont affiché une performance de 5,6% et les « transports » de 5,5%.

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



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des échanges, il a atteint 22,3 milliards de dirhams au quatrième trimestre, après 28,8 milliards durant la même période de l'année précédente. Sur le marché central, le montant global des opérations est ressorti à 13,6 milliards et celui relatif aux transactions de blocs à 5,3 milliards. Pour leur part, les augmentations de capital ont totalisé 2,4 milliards.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est chiffrée à 582,2 milliards au terme du quatrième trimestre, en hausse de 0,6% d'un trimestre à l'autre, terminant l'année en recul de 7,1%.

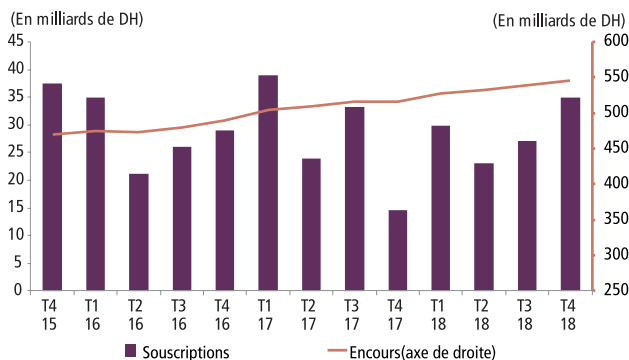
Les données à fin février indiquent une baisse de 2% du MASI depuis le début de l'année. Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 9,4 milliards au cours des deux premiers mois de l'année et la capitalisation boursière a atteint 574,9 milliards en recul de 1,2% par rapport à décembre 2018.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les levées du Trésor sur le marché intérieur se sont élevées à 34,9 milliards de dirhams au quatrième trimestre en augmentation de 7,7 milliards par rapport au trimestre précédent et de 20,3 milliards en glissement annuel. Elles ont porté à hauteur de 51% sur des maturités moyennes et de 30,9% sur celles longues.

Les données à fin février indiquent que les émissions du Trésor ont atteint durant les deux premiers mois de l'année 22,9 milliards de dirhams et ont porté à hauteur de 59,9% sur des maturités longues et de 32,2% sur celles moyennes. Tenant compte d'un total des remboursements de 17,1 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 552 milliards à fin février, en progression de 5,1% d'une année à l'autre.

Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor



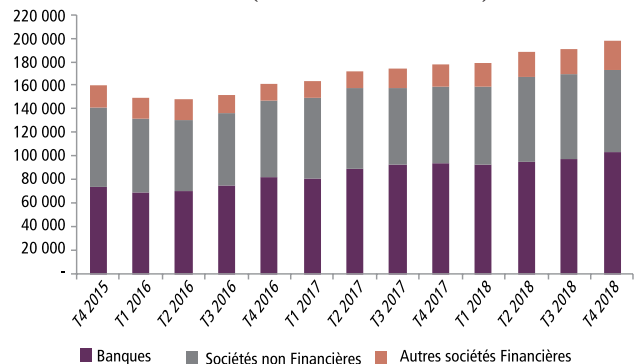
Source : BAM.

### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont atteint un montant de 21 milliards de dirhams après 13,5 milliards au troisième trimestre. Les levées des banques se sont établies à 15,6 milliards dont 11,4 milliards sous forme de certificats de dépôt. Les émissions des entreprises non financières ont augmenté de 2,3 milliards, atteignant 3,4 milliards au quatrième trimestre 2018, dont 2,8 milliards sous forme d'obligations.

En janvier 2019, les émissions se sont établies à 3,6 milliards contre 13,7 milliards en décembre, et tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée s'est quasiment stabilisé à 197,1 milliards.

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




Sources : Maroclear et calculs BAM.

### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le quatrième trimestre de 2018, les souscriptions aux titres OPCVM ont augmenté de 6,2% à 186,1 milliards de dirhams et les rachats de 0,4% à 176,1 milliards, soit une collecte nette de 10 milliards. Les fonds obligataires, monétaires et contractuels ont enregistré des collectes nettes de 9,6 milliards, 928 millions et 735 millions, alors que les OPCVM « actions » et « diversifiés » ont connu des décollectes nettes de 698,4 millions et 577,3 millions respectivement. S'agissant des performances, elles se sont établies à 0,6% aussi bien pour les fonds obligataires que pour ceux monétaires, les fonds actions et diversifiés ayant, en revanche, affiché des contre-performances de 1,7% et 0,3% respectivement.

Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM a enregistré une hausse trimestrielle de 2,6%, reflétant essentiellement celles de 3,8% pour les fonds obligataires et de 2,2% pour ceux monétaires. En revanche, l'actif net des OPCVM « actions » s'est replié de 5,7%.



Les données arrêtées au 15 février 2018, indiquent une hausse de l'actif net des OPCVM de 4,5% depuis le début de l'année à 454,4 milliards de dirhams. Cette appréciation a concerné l'ensemble des catégories d'OPCVM à l'exception de ceux « contractuels », avec notamment des hausses de 5,1% pour les OPCVM « obligations à moyen et long terme » à 256,5 milliards et de 4,1% pour ceux « monétaires » à 63,4 milliards.



## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2018 fait ressortir un déficit en creusement de 4,2 milliards de dirhams à 41,4 milliards, soit l'équivalent de 3,7% du PIB. Les ressources ordinaires ont progressé de 1,8% alors que les dépenses globales se sont alourdies de 2,4%, reflétant essentiellement des hausses des autres biens et services, de la charge de compensation et des transferts aux collectivités territoriales.

Les données relatives au mois de janvier 2019 font ressortir un excédent budgétaire de 738 millions de dirhams, au lieu de 978 millions en janvier 2018. Cette évolution recouvre une amélioration des recettes ordinaires de 12,8% et une augmentation des dépenses globales de 17,5%, résultat principalement de la hausse des dépenses de biens et services et des investissements du Trésor. Le solde ordinaire a été positif à 1,4 milliard, en hausse de 6,1% par rapport à janvier 2018, tandis que les comptes spéciaux du Trésor ont dégagé un solde positif de 11,6 milliards, en amélioration de 2,2 milliards par rapport à janvier 2019.

Tenant compte de la réduction du stock des dépenses en instance de paiement d'un montant de 6,8 milliards en janvier 2019, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 6,1 milliards, en amélioration de 333 millions par rapport à janvier 2018. Par conséquent, la dette publique directe aurait augmenté de 0,3% par rapport à son niveau à fin 2018. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent favorables comme en témoigne l'évolution des taux moyens pondérés des émissions sur le marché primaire.

### 4.1 Recettes ordinaires

Le premier mois de l'année 2019 a été clôturé par une amélioration des recettes ordinaires de 12,8% à 23,1 milliards, recouvrant un accroissement des recettes fiscales de 12,5% à 22,4 milliards et de celles non fiscales de 33,5% à 737 millions.

Les impôts directs ont drainé 6,2 milliards de dirhams, en hausse de 6,3%, recouvrant principalement une amélioration de 6,4% à 4,5 milliards des recettes de l'IS et de 4,3% à 1,6 milliard de l'IR. Celui-ci incorpore une augmentation de 8% à 257 millions de l'IR sur les profits immobiliers et de 7% à 685 millions de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel.

Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont enregistré une augmentation de 18,7% à 12 milliards, résultat d'un accroissement de 59,1% à 3,1 milliards du produit de la TIC et de 8,9% à 8,9 milliards de celles de la TVA. Pour cette dernière, la hausse reflète une amélioration de 7,5% à 4,5 milliards de la TVA à l'importation et de 10,4% à 4,4 milliards de celle à

l'intérieur, tenant compte des remboursements d'un montant de 228 millions contre 416 millions en janvier 2018.

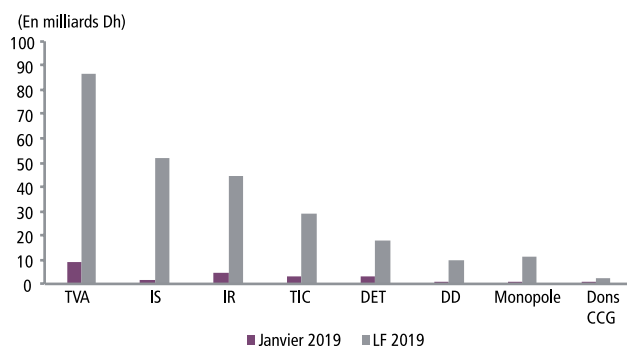
**Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)**

	Janv. 2018	Janv. 2019	Var en %	LF 2019	Réalisation par rapport à la LF (%)
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>20,5</b>	<b>23,1</b>	<b>12,8</b>	<b>268,0</b>	<b>8,6</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>19,9</b>	<b>22,4</b>	<b>12,5</b>	<b>246,0</b>	<b>9,1</b>
- Impôts directs	5,9	6,2	6,3	102,7	6,1
Dont I.S	1,5	1,6	4,3	52,0	3,1
I.R	4,2	4,5	6,4	44,6	10,1
- Impôts indirects	10,1	12,0	18,7	115,8	10,4
TVA*	8,2	8,9	8,9	86,7	10,3
TIC	2,0	3,1	59,1	29,1	10,8
- Droits de douane	0,7	0,7	-0,7	9,4	7,9
- Enregistrement & timbre	3,2	3,4	7,3	18,0	18,8
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>33,5</b>	<b>18,7</b>	<b>3,9</b>
- Monopoles	0,0	0,1	152,4	11,5	0,9
- Autres recettes	0,5	0,6	23,7	7,3	8,7
dont Dons CCG	0,1	0,0	-92,5	2,0	0,6
<b>Recettes des CST</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-91,8</b>	<b>3,3</b>	<b>0,1</b>

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

Quant à la TIC, sa progression recouvre des hausses de 112,4% à 1,5 milliard pour les tabacs manufacturés et de 33,3% à 1,5 milliard pour les produits énergétiques. De leur côté, les rentrées des droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 7,3% à 3,4 milliards alors que celles des droits de douane ont accusé une baisse de 0,7% à 741 millions.

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



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

Note :

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

S'agissant des recettes non fiscales, elles ont progressé de 33,5% à 737 millions, portées par l'encaissement des rentrées de monopoles à 106 millions, contre 42 millions à fin janvier 2018, dont 36 millions versé par Bank Al-Maghrib. Les recettes au titre de dons des pays du CCG ont toutefois accusé une baisse à 11 millions contre 147 millions un an auparavant.

## 4.2 Dépenses

Les dépenses globales ont atteint 34 milliards, en alourdissement de 17,5% comparativement à la même période en 2018, recouvrant principalement une augmentation de 13,3% à 21,7 milliards des dépenses ordinaires et de 25,8% à 12,3 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de fonctionnement ont augmenté de 17,4% à 16,4 milliards, incorporant une hausse de 11,4% à 8,5 milliards de la masse salariale en raison notamment d'une progression de 1,1% de sa composante structurelle et des rappels qui sont passés de 9 millions à 285 millions, ainsi qu'une augmentation

de 24,5% à 8 milliards des dépenses des autres biens et services. L'évolution de ces dernières tient compte de hausses de 33,3% à 3,2 milliards des transferts aux entreprises et établissements publics et de 1,2% à 248 millions des versements aux comptes spéciaux du Trésor.

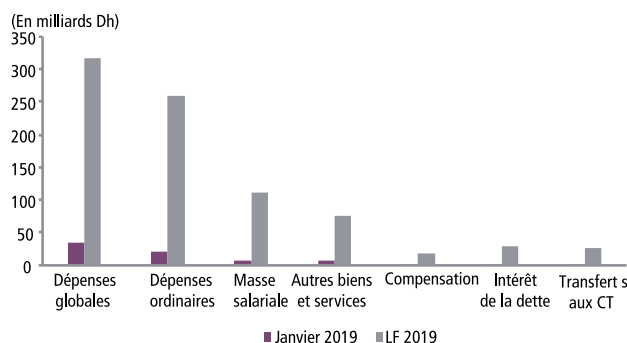
**Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)\***

	Janv. 2018	Janv. 2019	Var en %	LF 2019	Exécution par rapport à la LF (%)
<b>Dépenses globales</b>	<b>28,9</b>	<b>34,0</b>	<b>17,5</b>	<b>317,4</b>	<b>10,7</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>19,2</b>	<b>21,7</b>	<b>13,3</b>	<b>259,8</b>	<b>8,4</b>
Biens et services	14,0	16,4	17,4	186,7	8,8
Personnel	7,6	8,5	11,4	112,2	7,5
Autres biens et services	6,4	8,0	24,5	74,6	10,7
Intérêts de la dette	1,4	1,5	9,8	28,7	5,2
Compensation	1,4	1,1	-17,8	18,4	6,1
Transferts aux CT	2,5	2,7	8,9	26,0	10,3
<b>Investissement</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>25,8</b>	<b>57,6</b>	<b>21,3</b>

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

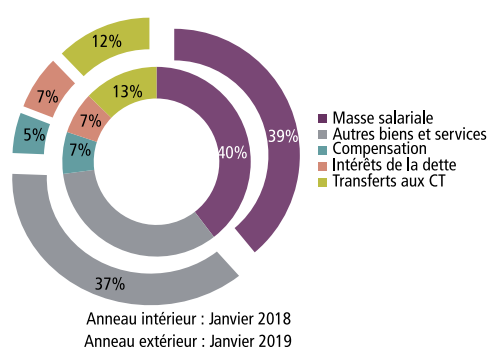
Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

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



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

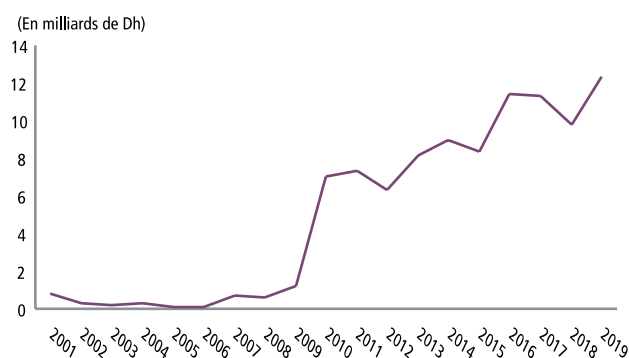
S'agissant des paiements des intérêts de la dette, ils se sont accrus de 9,8% à 1,5 milliard, recouvrant des hausses de 7,6% à 1,2 milliard des intérêts sur la dette intérieure et de 20,6% à 281 millions de ceux sur la dette extérieure.

**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**


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

En ce qui concerne la compensation, les charges dues se sont établies à 1,1 milliard, en allègement de 17,8% par rapport à janvier 2018. Il est à noter toutefois qu'en termes d'émissions, aucun paiement n'a été effectué durant les mois de janvier 2019 et janvier 2018.

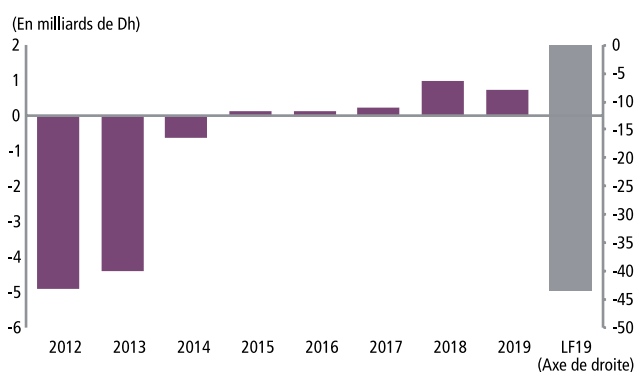
Quant aux dépenses d'investissement, elles se sont accrues de 25,8% à 12,3 milliards, suite à l'accroissement de 130,9% à 1,6 milliard des dépenses des Ministères et de 17,8% à 10,7 milliards des charges communes, dont 10,4 milliards aux comptes spéciaux du Trésor.

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


### 4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 11,6 milliards, en progression de 23,4%, la situation des finances publiques s'est soldée par un excédent budgétaire de 738 millions au lieu de

978 millions un an auparavant. Le Trésor a réglé des dépenses en instance de paiement d'un montant de 6,8 milliards contre 7,4 milliards, le même mois de l'année précédente. Par conséquent, le besoin de financement est ressorti à 6,1 milliards, en atténuation de 333 millions de dirhams.

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


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

Le flux extérieur négatif de 659 millions ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 6,7 milliards, contre près de 7 milliards un an auparavant.

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

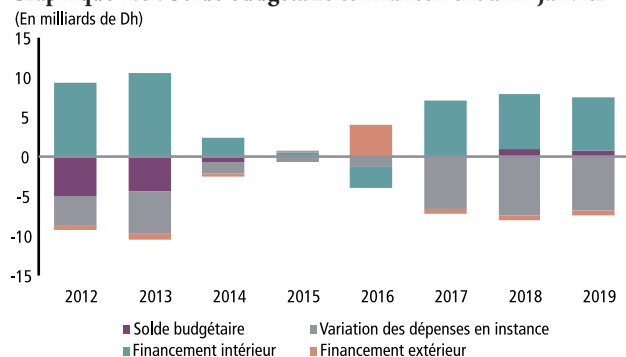
	Janv. 2018	Janv. 2019	LF 2019	Ecart absolu LF/Janv. 2019
<b>Solde ordinaire</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>8,2</b>	<b>6,8</b>
Solde des CST	9,4	11,6	6,0	-5,6
Solde primaire	2,3	2,2	-14,7	-16,9
<b>Solde budgétaire</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-43,4</b>	<b>-44,1</b>
Variation des dépenses en instance	-7,4	-6,8	0,0	
<b>Besoin de financement</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>-43,4</b>	<b>-37,3</b>
Financement intérieur	7,0	6,7	13,5	6,8
Financement extérieur	-0,6	-0,7	19,8	20,4

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

Pour ce qui est du financement intérieur, les levées du Trésor sur le marché des adjudications se sont élevées à 3,1 milliards, au lieu de 7,3 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont été réalisées principalement

sur les bons à 15 ans à hauteur de 3,4 milliards, les bons à 2 ans pour 3,3 milliards et sur les bons à 5 ans pour 2,2 milliards. Quant aux remboursements, ils n'ont concerné que les bons à 52 semaines pour 5,8 milliards de dirhams.

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

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications demeurent globalement favorables. Les taux moyens pondérés (TMP) ont légèrement varié par rapport à janvier 2018, avec une hausse de 2 pdb pour ceux appliqués aux bons à 52 semaines et de 3 pdb pour ceux à 15 ans pour s'établir à 2,44% et à 3,72% respectivement. Comparativement à décembre 2018, le taux moyen a enregistré une diminution de 11 pdb en janvier 2019.

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

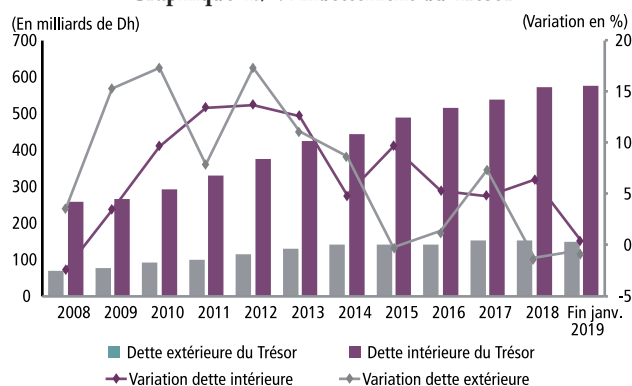
	2014	2015	2016	2017	2018	Fin janv. 2019
<b>Dettes extérieures du Trésor</b>	<b>141,1</b>	<b>140,8</b>	<b>142,8</b>	<b>153,2</b>	<b>151,3</b>	<b>150,7</b>
Var en %	8,7	-0,2	1,4	7,3	-1,2	-0,4
<b>Dettes intérieures du Trésor</b>	<b>445,5</b>	<b>488,4</b>	<b>514,7</b>	<b>539,1</b>	<b>573,7</b>	<b>576,5</b>
Var en %	5,0	9,6	5,4	4,8	6,4	0,5
<b>Encours de la dette directe</b>	<b>586,6</b>	<b>629,2</b>	<b>657,5</b>	<b>692,3</b>	<b>725,0</b>	<b>727,2</b>
Var en %	5,8	7,3	4,5	5,3	4,7	0,3

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

\* Pour la dette à fin 2018 et à fin janvier 2019, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Dans ces conditions, les estimations basées sur les flux de financement font ressortir une légère progression de la dette publique directe de 0,3% à fin janvier 2019 par rapport à son niveau à fin 2018. Cette évolution recouvre une hausse de 0,5% de sa composante intérieure et un recul de 0,4% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



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

### Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2018

L'exécution budgétaire de 2018 s'est soldée par un déficit de 41,1 milliards de dirhams, représentant 3,7% du PIB, en creusement de 4,2 milliards par rapport à l'année 2017, et en dépassement de 8,1 milliards par rapport à la LF 2018. Ce résultat recouvre une progression des dépenses globales plus marquée par rapport à celle des recettes ordinaires et ce, en dépit de la baisse des dépenses d'investissement. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 1,8%, reflétant la bonne tenue de celles fiscales conjuguée au repli des recettes non fiscales, induit notamment par le recul des dons des pays du CCG. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont accrues de 3,6%, sous l'effet principalement de l'accroissement des dépenses des autres biens et services, de la charge de compensation et des transferts aux collectivités territoriales. Le solde ordinaire ressort ainsi excédentaire à 20,7 milliards, en baisse toutefois de 15,3% par rapport à 2017.

Réalisées à hauteur de 99%, les recettes fiscales ont atteint 234,9 milliards, en progression de 4,2% reflétant l'amélioration de toutes les catégories d'impôts à l'exception de l'IS. Ainsi, les impôts directs ont augmenté de 1,9% à 95 milliards, recouvrant principalement la hausse de 4,1% des rentrées de l'IR à 41,8 milliards et la baisse de 1% de celles de l'IS à 49,9 milliards. Les impôts indirects se sont appréciés de 5,4% à 114,5 milliards, résultat du raffermissement de 6% à 86,2 milliards du produit de la TVA et de 3,4% à 28,3 milliards de celui de la TIC. L'évolution de la TVA traduit un accroissement de 6,3% à 54,7 milliards de la TVA à l'importation et de 5,5% à 31,6 milliards de celle à l'intérieur, incorporant une hausse de 2,3% des remboursements des crédits de la TVA qui se sont élevés à 7,6 milliards. De leur côté, les rentrées des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre ont connu des augmentations respectives de 12,6% et de 4,6% à 9,7 milliards et 15,6 milliards.

En ce qui concerne les recettes non fiscales, elles ont reculé de 18,4% à 21,2 milliards, imputable essentiellement à la baisse des dons provenant des pays du CCG à 2,8 milliards, au lieu de 9,5 milliards l'année précédente et 7 milliards prévus dans la LF 2018. En revanche, les recettes de monopoles ont atteint 9,3 milliards, au lieu de 8 milliards un an auparavant, dont 3 milliards proviennent de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, 2 milliards de l'OCP, 1,5 milliard de Maroc Télécom et 565 millions de BAM.

En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 2,4% à 304,7 milliards, soit un taux d'exécution de 101% par rapport à la loi de finances, consécutivement à un accroissement de 3,6% à 239,1 milliards des dépenses ordinaires et une baisse de 2% à 65,7 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services ont atteint 168,2 milliards, en augmentation de 2,6%, attribuable à une hausse de 5,5% à 62,2 milliards des dépenses des autres biens et services et de 1% à 106 milliards de la masse salariale. De leur part, les charges afférentes aux intérêts de la dette se sont accrues de 0,8% à 27,3 milliards. De même, la charge de compensation a cru de 15,6% à 17,7 milliards, correspondant à un taux d'exécution de 129,1% de la loi de finances.

Compte tenu d'une reconstitution du stock des dépenses en instance de paiement d'un montant de 3,2 milliards, le besoin de financement s'est établi à 38,1 milliards, en creusement de 170 millions à par rapport à l'exercice 2017. Ce besoin et le flux net extérieur négatif de 1,9 milliard ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 40 milliards, au lieu de 34,4 milliards un an auparavant.

**Tableau E 4.1.1: Exécutions budgétaires de 2017 et 2018, en milliards de dirhams**

	2017	2018	Ecart		Exécution /LF 2018
			en %	en valeur	
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>255,1</b>	<b>259,8</b>	<b>1,8</b>	<b>4,7</b>	<b>99,0</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>225,5</b>	<b>234,9</b>	<b>4,2</b>	<b>9,4</b>	<b>99,1</b>
- Impôts directs	93,3	95,0	1,9	1,8	97,9
Dont I.S	50,4	49,9	-1,0	-0,5	97,4
I.R	40,2	41,8	4,1	1,7	100,1
- Impôts indirects	108,7	114,5	5,4	5,8	101,6
TVA	81,3	86,2	6,0	4,9	100,9
TIC	27,4	28,3	3,4	0,9	103,8
- Droits de douane	8,6	9,7	12,6	1,1	100,0
- Enregistrement & timbre	15,0	15,6	4,6	0,7	89,2
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>26,0</b>	<b>21,2</b>	<b>-18,4</b>	<b>-4,8</b>	<b>95,7</b>
- Monopoles	8,0	9,3	16,8	1,3	94,6
- Autres recettes	18,0	11,9	-33,9	-6,1	96,5
Y.c. Dons CCG	9,5	2,8	-70,7	-6,8	39,9
<b>Recettes decertains CST</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>112,6</b>
<b>Dépenses globales</b>	<b>297,7</b>	<b>304,7</b>	<b>2,4</b>	<b>7,0</b>	<b>101,0</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>230,7</b>	<b>239,1</b>	<b>3,6</b>	<b>8,4</b>	<b>99,0</b>
<b>Biens et services</b>	<b>163,9</b>	<b>168,2</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>	<b>96,1</b>
Personnel	104,9	106,0	1,0	1,1	97,4
Autres biens et services	59,0	62,2	5,5	3,2	94,1
<b>Intérêts de la dette publique</b>	<b>27,1</b>	<b>27,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>100,6</b>
<b>Compensation</b>	<b>15,3</b>	<b>17,7</b>	<b>15,6</b>	<b>2,4</b>	<b>129,1</b>
<b>Transferts aux CT</b>	<b>24,4</b>	<b>25,9</b>	<b>6,0</b>	<b>1,5</b>	<b>100,9</b>
<b>Solde ordinaire</b>	<b>24,5</b>	<b>20,7</b>		<b>-3,7</b>	
Investissement	67,0	65,7	-2,0	-1,4	109,0
Solde des CST	5,4	3,6		-1,8	
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-37,1</b>	<b>-41,4</b>		<b>-4,2</b>	
<b>En points du PIB</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,7</b>			
<b>Solde primaire</b>	<b>-10,1</b>	<b>-14,1</b>		<b>-4,0</b>	
Variation des arriérés	-0,8	3,2			
<b>Solde de financement</b>	<b>-38,0</b>	<b>-38,1</b>		<b>-0,2</b>	
Financement intérieur	34,4	40,0		5,6	
Financement extérieur	3,6	-1,9		-5,4	

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

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

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.

-Chiffres en milliards de dirhams, sauf indication contraire.

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre 2018 font ressortir une décélération de la croissance à 3% après 3,9% un an auparavant, avec un net ralentissement de 15% à 3,8% de la valeur ajoutée agricole et une accélération de 2,5% à 3% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, cette évolution reflète une hausse de la contribution de sa composante intérieure, alors que celle extérieure est devenue négative.

Sur l'ensemble de l'année, la croissance nationale aurait progressé de 3,1% après 4,1% l'année précédente, résultat d'une hausse de 4,3% contre 15,4% de la valeur ajoutée agricole et de 2,9% au lieu de 2,7% des activités non agricoles. Au premier trimestre 2019, la croissance devrait ralentir à 2,6%, recouvrant une baisse de 3,1% de la valeur ajoutée du secteur agricole et une hausse de 3,2% de celle non agricole.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé 112 mille postes en 2018 après 86 mille en 2017 et une perte de 37 mille en 2016. Ces emplois restent concentrés dans les activités tertiaires notamment le «commerce de détail hors magasin» et les «services personnels et domestiques». Tenant compte d'une entrée nette de 64 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage est revenu de 10,2% à 9,8% au niveau national, de 14,7% à 14,2% dans les villes et de 4% à 3,5% dans les campagnes. Concernant le coût du travail, les dernières données disponibles relatives au quatrième trimestre montrent un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 2,2% après 2,4% en termes nominaux et de 1,4% après 1,2% en termes réels.

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 2018 font ressortir une accélération de 2,4% à 3,8% de la consommation finale des ménages, participant à hauteur de 2,2 points de pourcentage à la croissance au lieu de 1,4 point au même trimestre une année auparavant.

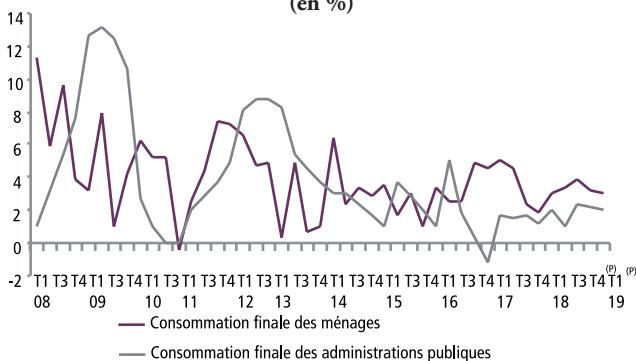
Tenant compte d'une progression de 3,2% au quatrième trimestre, elle aurait enregistré sur l'ensemble de l'année 2018 une croissance avoisinant 3,3% au lieu de 3,5% en 2017. Cette évolution reflète la décélération des revenus agricoles et le recul des transferts des MRE. Ainsi, la contribution à la croissance de la consommation des ménages se serait stabilisée autour de 2 points de pourcentage en 2018.

Pour le premier trimestre de l'année 2019, la consommation des ménages devrait légèrement décélérer par rapport à son niveau à la même période une année auparavant, continuant ainsi à évoluer en deçà de sa moyenne historique.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme aurait connu une augmentation de 2,2% au quatrième trimestre après 1,2%, en relation notamment avec la hausse des dépenses des biens et services de 1,1% à 5,8%.

Sur l'ensemble de l'année 2018, elle se serait située autour de 1,9% au lieu de 1,5% l'année précédente et sa contribution à la croissance serait restée inchangée à 0,4 point de pourcentage. Cette amélioration devrait se poursuivre au premier trimestre avec un accroissement de 2,1% au lieu de 2%.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

## 5.1.2 Investissement

Après une baisse de 1,4% au troisième trimestre 2017, l'investissement a affiché une augmentation de 6,5% au troisième trimestre 2018. Sa contribution à la croissance est ressortie positive autour de 2 points de pourcentage contre une participation négative de 0,5 point l'année précédente.

Au cours du quatrième trimestre, il aurait ralenti de 8,3% à 1,3%, reflétant un effet de base. Cette décélération est liée également à la poursuite de l'atonie de l'activité dans le BTP et à la baisse du flux trimestriel de l'investissement du Trésor. Dans ce sillage, les données relatives au crédit bancaire destiné à l'équipement et à l'immobilier affichent également une décélération à fin décembre. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture trimestrielle réalisée par Bank Al-Maghrib dans le secteur industriel indiquent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par la majorité des entreprises sondées.

Sur l'ensemble de l'année 2018, le rythme de l'investissement aurait ainsi enregistré un accroissement de 4,7% au lieu de 4% portant sa contribution à la croissance de 1,3 point à 1,5 point de pourcentage.

Au premier trimestre de l'année 2019, l'investissement devrait poursuivre sa tendance baissière entamée au quatrième trimestre 2018, avec un net ralentissement par rapport à son évolution au même trimestre de l'année précédente.

## 5.2 Demande extérieure

Au troisième trimestre, la demande extérieure a contribué négativement à la croissance à hauteur de 1,7 point de pourcentage au lieu de 2,6 points une année auparavant. Le rythme des exportations de biens et services a poursuivi sa décélération, observée depuis le premier trimestre de 2018, pour se situer à 2%

contre 13,4% l'année précédente, tandis que celui des importations s'est accéléré de 4,3% à 5,4%.

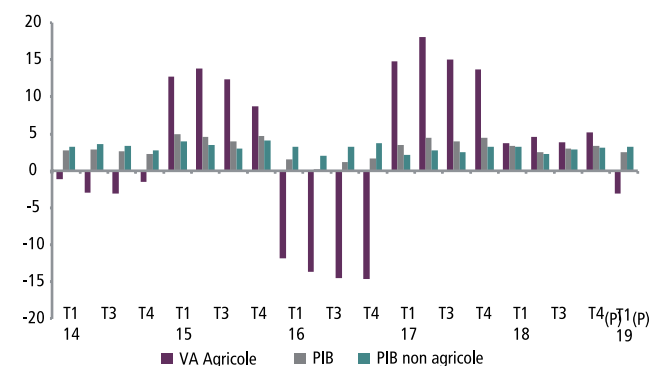
Au quatrième trimestre de l'année 2018, les exportations nettes auraient affiché une contribution positive à la croissance à hauteur de 0,7 point, résultat d'un ralentissement des importations de 10,5% à 3% sous l'effet essentiellement de la décélération de 24,1% à 13,8% de la facture énergétique. De même, l'évolution des exportations serait passée en une année de 14,3% à 5,6% en liaison notamment avec le ralentissement de 11,4% à 0,2% de la progression des ventes du secteur automobile.

Sur l'ensemble de l'année 2018, la demande extérieure nette aurait contribué négativement à la croissance de 0,7 point de pourcentage.

## 5.3 Offre globale

Au cours du quatrième trimestre, l'activité économique se serait accrue de 3,4% contre 4,4% une année auparavant. Cette évolution est attribuable à la décélération de 13,6% à 5,1% des activités agricoles, elle-même liée à un effet de base, et de 3,2% à 2,9% de celles non agricoles.

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



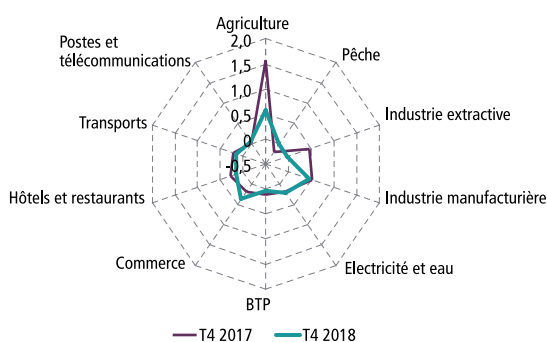
Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Dans le secteur secondaire, l'activité aurait baissé de 1% après une hausse de 19,9% pour les industries



extractives, traduisant un fléchissement de la production du phosphate, et aurait décéléré de 3,2% à 2,8% pour les industries manufacturières. En revanche, une accélération aurait été enregistrée pour la branche « Electricité et eau » à 8,4% après 6,8%. Pour le BTP, il aurait maintenu un rythme faible de 0,5% après 1,9%, reflétant un repli de 6,2% des ventes de ciment après une progression de 2,1% l'année dernière.

**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 aurait accéléré de 2,2% à 4,5% pour la branche "commerce" et de 0,5% à 2,5% pour le secteur des postes et télécommunications. Elle aurait, en revanche, décéléré de 11,9% à 5,7% pour la branche "hôtels et restaurants" et de 5,5% à 4,1% pour les services de transport.

Pour l'ensemble de l'année 2018, l'activité économique aurait ralenti, revenant de 4,1% à 3,1%, avec une décélération 15,4% à 4,3% de la valeur ajoutée agricole et une légère accélération de 2,7% à 2,9% de celle non agricole.

Au premier trimestre 2019, la croissance devrait poursuivre sa décélération à 2,6% contre 3,3% un an auparavant, résultat d'une baisse de 3,1% contre un accroissement de 3,8% des activités agricoles. Les activités non agricoles devraient pour leur part s'accroître de 3,2% après 3,4% reflétant notamment le ralentissement des activités minières, industrielles et touristiques.

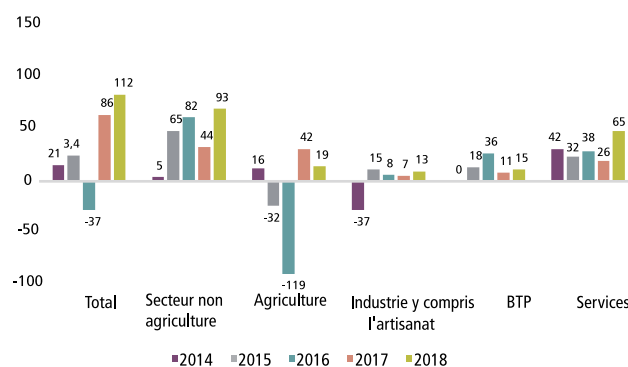
## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

Entre 2017 et 2018, le marché du travail a été caractérisé par une augmentation de 0,5% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 11,98 millions de personnes. Cette évolution recouvre un accroissement de 1% en milieu urbain et une stagnation en zones rurales. Tenant compte d'une progression de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a poursuivi sa tendance baissière, revenant de 46,7% à 46,2% au niveau national, de 42,4% à 41,8% dans les villes et de 54,1% à 53,9% en milieu rural.

En parallèle, 112 mille postes ont été créés, après 86 mille en 2017 et une perte de 37 mille en 2016, portant le volume d'emplois à 10,81 millions de personnes, soit une augmentation de 1%. L'accélération de la création des emplois a été portée par les activités non agricoles avec 93 mille nouveaux postes. Par secteur d'activité, 65 mille postes ont été créés dans les services, avec notamment 34 mille emplois dans le «commerce de détail hors magasin» et 13 mille dans les «services personnels et domestiques», 15 mille dans le BTP et 13 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Pour sa part, l'agriculture n'a créé que 19 mille après 42 mille un an auparavant.

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



Source : HCP.



## 5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a reculé de 3,9% à 1,17 million de personnes et le taux de chômage est passé, de 10,2% à 9,8% au niveau national, de 14,7% à 14,2% en zones urbaines et de 4,0% à 3,5% en milieu rural. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage a connu une baisse, la première depuis 2011, de 0,5 point à 26% au niveau national, mais s'est de nouveau aggravé pour les citoyens de 0,4 point à 43,2%.

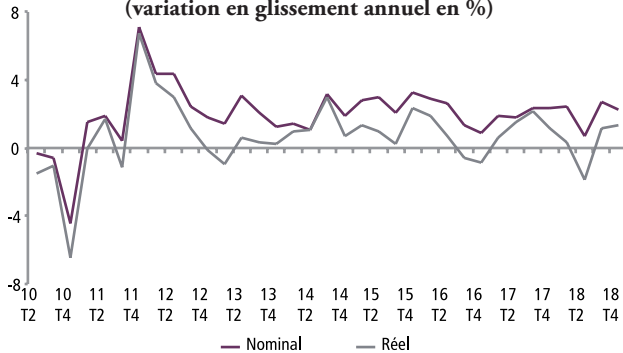
Parallèlement à la diminution du taux de chômage, le sous-emploi<sup>1</sup> s'est replié. Son taux est revenu de 9,8% à 9,6% au niveau national, de 8,9% à 8,7% en milieu urbain et de 10,8% à 10,6% en zones rurales.

## 3.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail se serait améliorée de 1,5% en 2018 après 2% un an auparavant, traduisant une hausse de 2,9% au lieu 2,7% de la valeur ajoutée et de 1,4% contre 0,7% des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, a augmenté en glissement annuel de 2,2% au quatrième trimestre après 2,4% à la même période de l'année précédente en termes nominaux et de 1,4% contre 1,2% en termes réels.

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

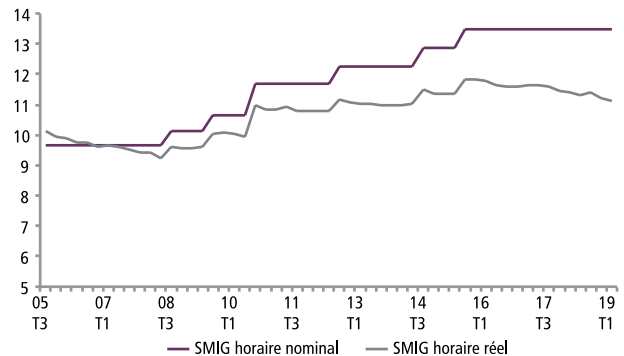


Sources: CNSS et calculs BAM.

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

Pour le SMIG horaire, il s'est maintenu au quatrième trimestre 2018 à 13,46 dhs/h en termes nominaux. Tenant compte d'une augmentation de 0,8% de l'indice des prix à la consommation, le SMIG a enregistré en termes réels, une diminution de 2,2% en glissement annuel.

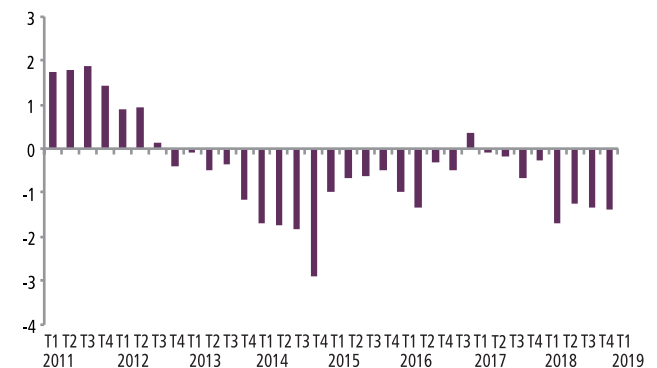
**Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)**



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours du dernier trimestre de 2018 et du premier trimestre de 2019.

**Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)**



Source : Estimation BAM.

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

	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Taux d'activité (en %)</b>	<b>46,7</b>	<b>46,2</b>
Urbain	42,4	41,8
Rural	54,1	53,9
<b>Taux de chômage (en %)</b>	<b>10,2</b>	<b>9,8</b>
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	26,5	26,0
Urbain	14,7	14,2
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	42,8	43,2
Rural	4,0	3,5
<b>Créations d'emplois (en milliers)</b>	<b>86</b>	<b>112</b>
Urbain	32	91
Rural	54	21
Secteurs		
- Agriculture	42	19
- Industrie y compris l'artisanat	7	13
- BTP	11	15
- Services	26	65
<b>Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>
	<b>T4 2017</b>	<b>T4 2018</b>
<b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>	<b>Nominal 2,2</b>	<b>2,4</b>
	<b>Réel 1,4</b>	<b>1,2</b>

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

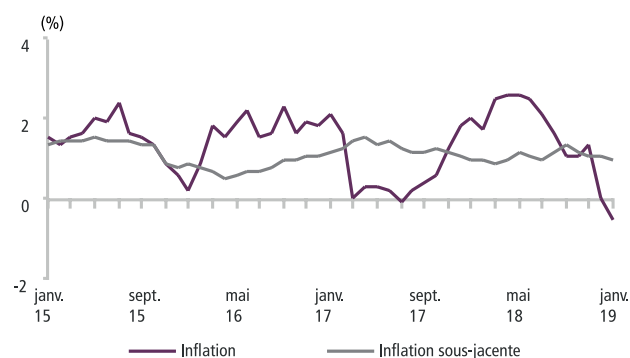
La décélération attendue de l'inflation au quatrième trimestre 2018 s'est confirmée avec, toutefois, une ampleur plus importante que prévu dans le dernier Rapport sur la Politique Monétaire. En effet, après s'être établie à 1,6% en moyenne au troisième trimestre, l'inflation est revenue à 0,8% au dernier trimestre et à -0,5% en janvier 2019. Cette évolution est liée principalement à la baisse des prix des produits alimentaires volatils de 4,1% au quatrième trimestre et de 7,8% en janvier après avoir augmenté de 0,8% au troisième trimestre. Elle est liée également et dans une moindre mesure au recul des prix des carburants et lubrifiants de 10,7% après des hausses de 9,5% et de 2,4% respectivement. De même, le rythme d'accroissement des prix des produits réglementés est revenu à 1,4% après 2,7% au cours des deux derniers trimestres en liaison principalement avec la dissipation de l'effet du relèvement en janvier 2018 des droits de timbre instaurés par la loi des finances 2018. Quant à l'inflation sous-jacente, elle a enregistré une légère décélération passant de 1,2% à 1% en lien avec le ralentissement de sa composante alimentaire.

A court terme, l'inflation devrait poursuivre sa tendance baissière s'établissant à 0,5% au premier trimestre alors que sa composante sous-jacente s'établirait à 1%.

### 6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation est revenue de 0,8% au quatrième trimestre 2018 à -0,5% en janvier 2019. Cette évolution reflète principalement l'accroissement de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils de 4,1% à 7,8% et dans une moindre mesure, le recul des prix des carburants et lubrifiants de 10,7% après une hausse de 2,4%. S'agissant des prix des produits à tarifs réglementés, leur rythme de progression annuel a ralenti de 2,8% à 1,4%. De même, l'inflation sous-jacente a enregistré une décélération, passant de 1,2% à 1%.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	nov. 18	déc. 18	janv. 19	nov. 18	déc. 18	janv. 19
<b>Inflation</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,5</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	5,5	-3,6	-3,0	-1,0	-7,6	-7,8
- Carburants et lubrifiants	-1,6	-8,7	-5,1	4,4	-5,1	-10,7
- Produits réglementés	0,1	0,1	1,0	2,8	2,9	1,4
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
- Produits alimentaires	0,0	0,0	-0,2	0,5	0,4	0,1
- Articles d'habillement et chaussures	0,3	0,0	-0,1	1,1	0,9	0,9
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles <sup>1</sup>	0,1	0,0	0,3	1,8	1,7	2,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,0	0,6	1,4	1,3	1,9
- Santé <sup>1</sup>	0,5	0,6	0,5	0,9	1,6	2,2
- Transport <sup>2</sup>	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,9	0,9
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
- Loisirs et cultures <sup>1</sup>	0,1	0,0	0,0	1,0	1,0	1,1
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,4	3,4	3,4
- Restaurants et hôtels	0,1	0,1	0,2	1,6	1,7	1,7
- Biens et services divers <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	1,5	1,5	0,8

<sup>1</sup> Hors produits réglementés.

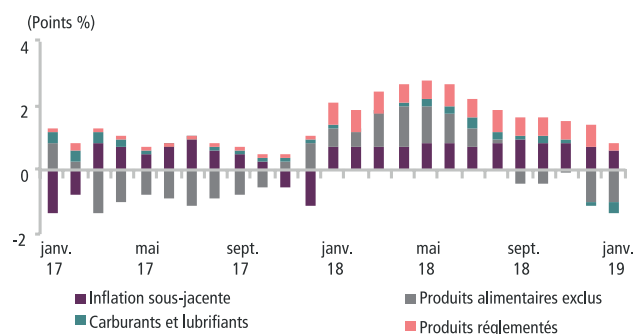
<sup>2</sup> Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

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

Le repli des prix des produits alimentaires à prix volatils observé au quatrième trimestre 2018 s'est accentué en janvier 2019. Par produit, les agrumes ont vu leur prix baisser de 16% après une hausse de 13,4% et les prix des volailles et lapins ont reculé de 4,2% après une augmentation de 1,4%. De même, la baisse des prix des légumes frais s'est accentuée de 16,2% à 17,7%. Au total, les produits alimentaires à prix volatils ont contribué à la baisse de l'inflation à hauteur d'un point en janvier contre 0,5 point au quatrième trimestre.

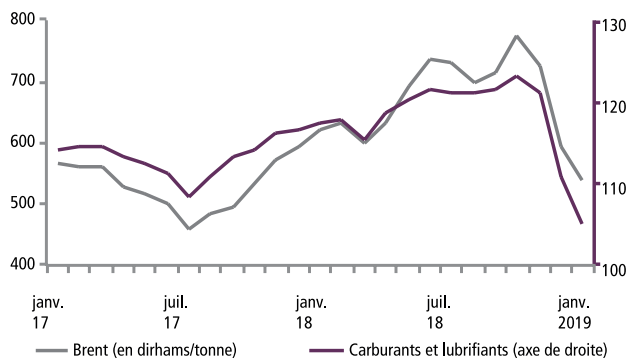
**Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM.

La baisse de l'inflation en janvier est également liée au repli des prix des carburants et lubrifiants qui ont reculé de 10,7% après une hausse de 2,4% durant le quatrième trimestre, reflétant l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

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



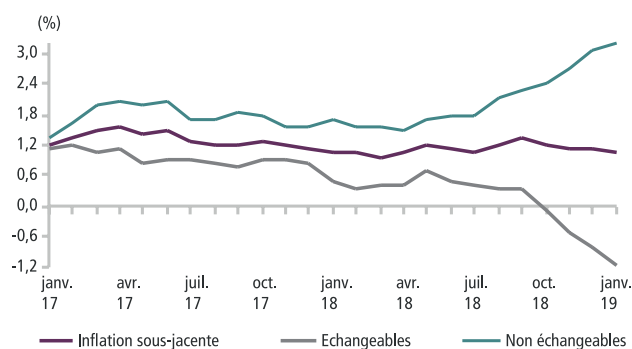
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

Quant aux tarifs des produits réglementés, en dépit de la hausse mensuelle de 15,2% des prix du tabac en janvier 2019, leur rythme annuel a connu une décélération de 2,8% à 1,4% en liaison principalement avec la dissipation de l'effet du relèvement en janvier 2018 des droits de timbres instauré par la loi des finances 2018.

## 6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente est revenue de 1,2% au quatrième trimestre 2018 à 1% en janvier. Cette baisse est tirée par l'accroissement du recul des prix des biens échangeables qui a plus que compensé l'accélération de l'inflation des biens non échangeables.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

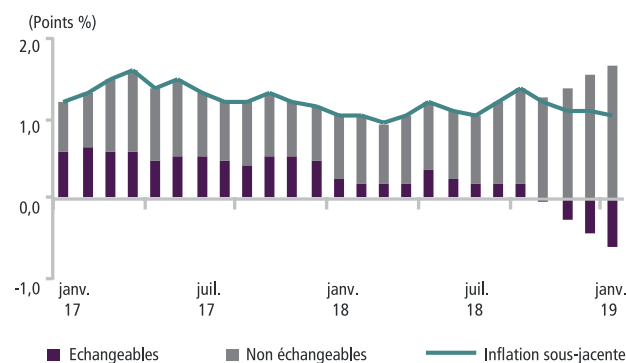
En effet, les prix des biens échangeables ont enregistré un recul de 1,2% en janvier après un repli de 0,5% au dernier trimestre. Cette évolution est liée essentiellement à l'accroissement de la baisse des prix des huiles à 8,8% après 3,2% dans un contexte d'une production nationale record des olives et de la baisse des cours internationaux des huiles. Au total, la contribution de cette catégorie de produits à l'inflation sous-jacente ressort négative à -0,6 point de pourcentage au lieu de -0,2 point.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuelle		
	nov. 18	déc. 18	janv. 19	nov. 18	déc. 18	janv. 19
<b>Biens échangeables</b>	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,8	-1,2
<b>Biens non échangeables</b>	0,2	0,3	0,4	2,7	3,0	3,2
<b>Inflation sous-jacente</b>	0,1	0,0	0,0	1,1	1,1	1,0

Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens non échangeables ont vu leur rythme de progression s'accroître de 2,8% au quatrième trimestre à 3,2% en janvier. Cette évolution reflète principalement l'accroissement de la hausse des prix des viandes fraîches de 5,3% à 7,4%.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

## 6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait poursuivre sa décélération au premier trimestre revenant à 0,5% après 0,8% au quatrième trimestre 2018 sous l'effet de la baisse du rythme de progression des prix des produits à tarifs réglementés de 2,8% à 1,4% et de le recul des prix des carburants et lubrifiants de 8,4% après une hausse de 2,4%.

En revanche, la baisse des prix des produits alimentaires volatils devrait s'atténuer au premier trimestre, passant de 4,1% à 1,8%.

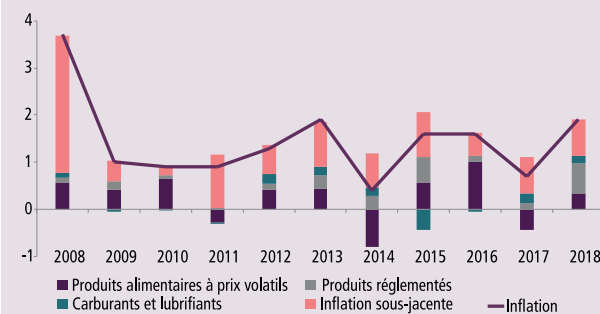
Quant à l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale de l'inflation, elle devrait rester proche de son niveau observé en janvier, soit 1%.

## Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2018

En 2018, l'inflation mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, a enregistré une hausse à 1,9% contre 0,7% en 2017 et une moyenne de 1,1% entre 2014 et 2017. Cette évolution résulte essentiellement de l'accroissement des prix des produits alimentaires à prix volatils de 2,6% contre un repli de 3,1% un an auparavant en liaison avec une offre limitée de certains produits au cours de la première moitié de l'année. Cette évolution est liée également, mais dans une moindre mesure à l'augmentation des prix des produits à tarifs réglementés à 2,8% après 0,8% en 2017 sous l'effet de la révision à la hausse de la TIC sur les tabacs bruns et du rehaussement des droits de timbres instaurés par les lois de finances de 2017 et 2018 respectivement.

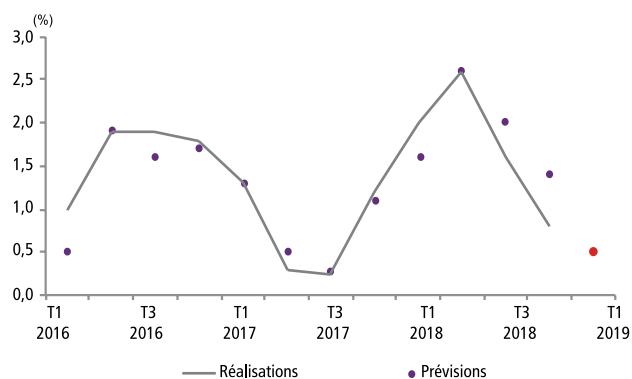
Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont progressé de 5,2% après 8,8%, reflétant la continuité du renchérissement des cours internationaux après le retournement de la tendance baissière en 2017.

Concernant l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, elle est revenue de 1,3% à 1,1% dans un contexte de modération de la demande et de baisse des cours internationaux des produits alimentaires.

**Graphique 1.6.1.1 : Contributions à l'inflation (en points de %)**

Source : données HCP et calculs BAM.

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

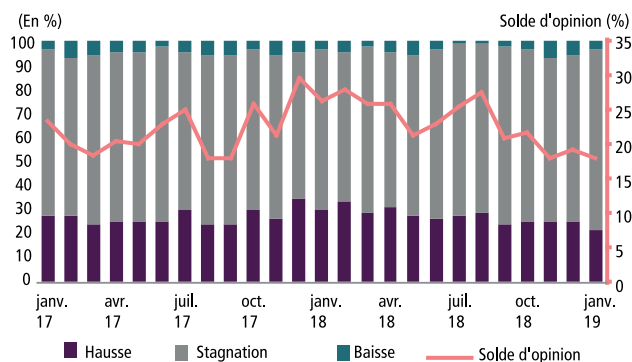


Source : BAM.

### 6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie conduite au mois de janvier 2019, montrent que 74% des industriels enquêtés tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 22% anticipent une hausse et 4% prévoient une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 18%.

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

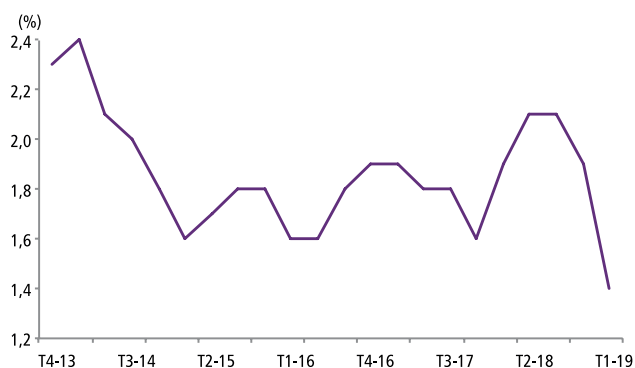


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au premier trimestre 2019 indiquent que les experts financiers anticipent une inflation de 1,4% sur l'horizon des huit prochains trimestres. Ces derniers, considèrent que l'évolution des prix à la pompe et des cours mondiaux

des matières premières hors pétrole ainsi que le taux de change devraient influencer significativement la tendance future de l'inflation.

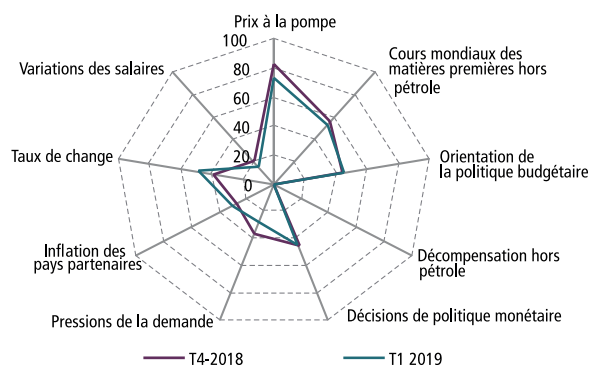
**Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier\***



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

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

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



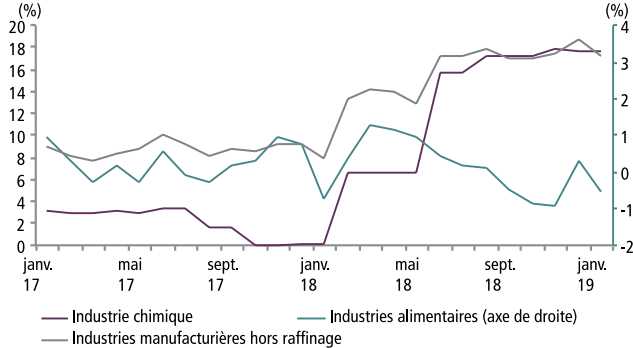
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

### 6.4. Prix à la production

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage, ils ont poursuivi en janvier leur tendance haussière observée en 2018 avec une augmentation annuelle de 3,2% contre un accroissement de 3,3% au quatrième trimestre 2018. Cette évolution est portée principalement par l'augmentation de 17,6 % des prix à la production de

l'industrie chimique qui a plus que compensé la baisse de 0,6% des prix des industries alimentaires.

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



Source : HCP.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

---

### Synthèse

---

La croissance mondiale montre des signes d'essoufflement et ses perspectives restent entourées de plusieurs incertitudes. Les tensions commerciales et géopolitiques, la volatilité des cours des matières premières énergétiques, les incertitudes entourant le Brexit et l'affaiblissement de la croissance en Chine figurent parmi les principaux facteurs de risques.

Dans les pays avancés, la croissance devrait décélérer à moyen terme aux Etats-Unis, sous l'effet de la dissipation des effets des mesures d'expansion budgétaire et de la poursuite, bien qu'à un rythme plus lent, du resserrement de la politique monétaire de la Fed. Dans la zone euro, elle refluerait en 2019, compte tenu de l'intensification des incertitudes économiques auxquelles fait face la région, avant de se redresser modérément en 2020. Dans les économies émergentes, l'activité économique devrait maintenir une croissance globalement modérée. En particulier, la croissance en Chine poursuivrait sa décélération, à un rythme toutefois contenu à la faveur de mesures fiscales et monétaires incitatives. En Inde, la croissance resterait particulièrement soutenue par une demande intérieure vigoureuse et par la baisse prévue des cours des produits énergétiques.

Sur les marchés des matières premières, et après une nette hausse en 2018, les cours mondiaux du Brent devraient connaître une baisse à moyen terme et ce, sous l'hypothèse du ralentissement prévu de la demande mondiale et de l'augmentation de l'offre aux Etats-Unis. Pour leur part, les prix des produits alimentaires devraient s'inscrire en hausse graduelle, après le recul enregistré en 2018.

Dans ces conditions, l'inflation devrait décélérer en 2019 aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro, avant de s'inscrire en hausse graduelle sur le reste de l'horizon de prévision.

Au niveau national, le déficit du compte courant se serait creusé à 5,2% du PIB en 2018 et devrait s'alléger à 4,1% en 2019 et à 3,4% en 2020, sous l'effet principalement de la baisse prévue des importations énergétiques et de la décélération des achats de biens d'équipement, parallèlement à une accélération en 2020 du rythme de progression des exportations du secteur de la construction automobile. Ces prévisions tiennent compte également de l'hypothèse d'entrées de dons des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020. S'agissant des IDE, ils devraient se situer à 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision, après avoir atteint 4,1% en 2018.

Pour ce qui est des réserves internationales nettes, et sous l'hypothèse de deux sorties successives du Trésor à l'international, elles devraient augmenter à 239,4 milliards à fin 2019, avant de revenir à 235,7 milliards à fin 2020. Leur couverture se situerait ainsi à un peu plus de 5 mois d'importations sur l'horizon de prévision.

Sur le plan monétaire, le taux débiteur moyen a connu une baisse de 29 points de base à 5,06% au quatrième trimestre 2018. A moyen terme, le rythme du crédit au secteur non financier resterait bas à 3,1% en 2019, avant de s'accélérer à 4,4% en 2020. Pour sa part, le taux de change effectif réel (TCER) devrait légèrement s'apprécier en 2019 avant d'enregistrer une relative dépréciation en 2020. Au total, les conditions monétaires devraient rester appropriées.



Au niveau des finances publiques, le processus de consolidation budgétaire devrait ralentir. Après s'être établi à 3,7% du PIB en 2018, le déficit budgétaire hors privatisation se creuserait davantage à 4,1% en 2019, avant de s'alléger à 3,5% en 2020, sous l'hypothèse de la poursuite des efforts de mobilisation des ressources.

Après un taux de 4,1% en 2017, la croissance aurait ralenti à 3,1% en 2018. Cette évolution recouvre une décélération de 15,4% à 4,3% de la progression de la valeur ajoutée agricole et une relative amélioration de 2,7% à 2,9% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, cette évolution traduit une contribution négative des exportations nettes, la participation positive de la demande intérieure devant quasiment se stabiliser. A moyen terme, la croissance devrait continuer à être rythmée par les conditions climatiques. Elle devrait ainsi décélérer à 2,7% en 2019 avant de se redresser à 3,9% en 2020, avec une poursuite de l'amélioration des activités non agricoles, à un rythme toutefois lent. Du côté de la demande, la hausse de sa composante intérieure ralentirait en 2019 avant de s'accélérer en 2020, tandis que les exportations nettes maintiendraient une contribution négative.

Dans ce contexte, caractérisé principalement par le ralentissement prévu de la demande intérieure et une appréciation du TCER, l'inflation sous-jacente resterait faible en 2019, avant de s'accélérer en 2020, traduisant particulièrement une résorption progressive du cycle négatif de la demande intérieure. Tenant compte également de la hausse attendue des prix des produits réglementés et de la baisse de ceux des carburants et lubrifiants, en ligne avec le recul prévu des cours mondiaux du pétrole, l'inflation devrait décélérer à 0,6% en 2019 avant d'augmenter à 1,1% en 2020.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

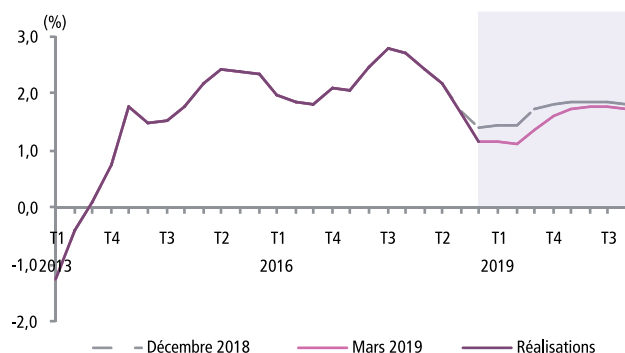
### Essoufflement de l'expansion de l'économie mondiale

La croissance mondiale montre des signes d'essoufflement et ses perspectives restent entourées de plusieurs incertitudes. Les tensions commerciales et géopolitiques, la volatilité des cours des matières premières énergétiques, les incertitudes entourant le Brexit et l'affaiblissement de la croissance en Chine figurent parmi les principaux facteurs de risques.

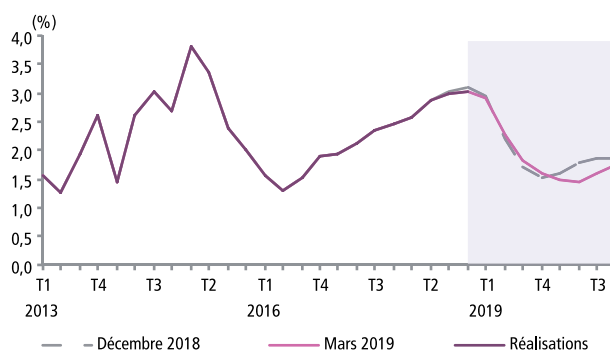
Aux Etats-Unis, la croissance s'est accélérée de 2,2% en 2017 à 2,9% en 2018, bénéficiant particulièrement des mesures d'expansion budgétaire. Avec la dissipation des effets de ces mesures et la poursuite, bien qu'à un rythme plus lent, du resserrement de la politique monétaire de la Fed, la croissance devrait décélérer à 2,1% en 2019 puis à 1,6% en 2020. Parallèlement, la vigueur du marché du travail devrait se poursuivre, avec des taux de chômage qui resteraient bas. Dans la zone euro, la croissance a fortement ralenti de 2,5% en 2017 à 1,8% en 2018, particulièrement affectée par la dégradation du climat économique et social. Compte tenu de l'intensification des incertitudes économiques auxquelles fait face la région, la croissance se limiterait à 1,3% en 2019, avant de s'améliorer à 1,7% en 2020. Les conditions sur le marché du travail resteraient néanmoins favorables, avec une baisse du taux de chômage à environ 7,9% au terme de l'horizon de prévision.

Dans les principales économies émergentes, la reprise économique a perdu de son élan en 2018 face aux tensions commerciales et géopolitiques ainsi qu'aux pressions sur les marchés financiers. A moyen terme, l'activité maintiendrait globalement une croissance modérée. En Chine en particulier, après avoir enregistré en 2018 son plus faible niveau en trois décennies, la croissance poursuivrait sa décélération à moyen terme, à un rythme toutefois contenu à la faveur de mesures fiscales et monétaires incitatives. En Inde, la croissance resterait particulièrement soutenue par une demande intérieure vigoureuse et par la baisse prévue des cours des produits énergétiques.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN<sup>1</sup>, février 2019.

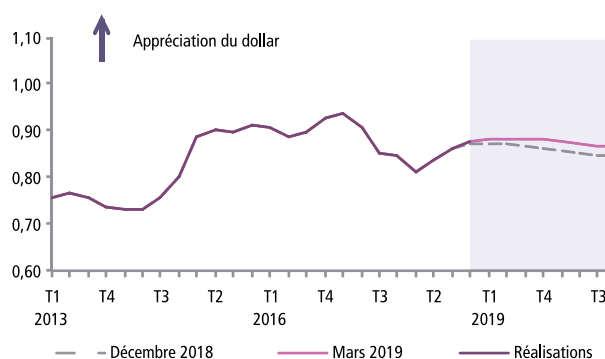
### Léger affaiblissement de l'euro face au dollar

La dégradation des perspectives économiques dans la zone euro continuerait de peser sur l'euro, tandis que le ralentissement du cycle de resserrement de la politique monétaire de la Fed limiterait l'appréciation du dollar. Dans ces conditions, l'euro se déprécierait à 1,13 dollar en moyenne en 2019 avant de se renforcer légèrement en 2020.

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

Tenant compte des incertitudes entourant les perspectives économiques mondiales, les banques centrales des principaux pays avancés resteraient prudentes à l'égard du rythme de la normalisation de leurs politiques monétaires. En particulier, la Fed s'est montrée plus prudente quant aux futurs relèvements des taux des fonds fédéraux, sur fond de préoccupations concernant les signes d'affaiblissement de l'économie américaine et les fluctuations des marchés financiers. De même, et dans un contexte de niveaux bas d'inflation, des mesures plus accommodantes ont été annoncées par la BCE lors de sa réunion du 7 mars courant, avec en particulier le lancement d'une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III) et le maintien de ses taux inchangés au moins jusqu'à fin 2019.

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



Source : GPMN, février 2019.

## Baisse des cours des produits énergétiques à moyen terme

Sur fond principalement de craintes de perturbations de l'offre au niveau mondial, les cours des produits énergétiques ont enregistré une nette hausse en 2018, accompagnée d'une forte volatilité. En particulier, le cours du Brent s'est accru de 30,7% à 71,1\$/bl en moyenne. A moyen terme, la réduction de la production des pays de l'OPEP et des producteurs alliés devrait être partiellement compensée par une hausse attendue des extractions aux Etats-Unis. Ainsi, et tenant compte également du ralentissement prévu de la demande mondiale, le cours du Brent devrait accuser une baisse à 63,2\$/bl en moyenne en 2019 et à 61,7\$/bl en 2020.

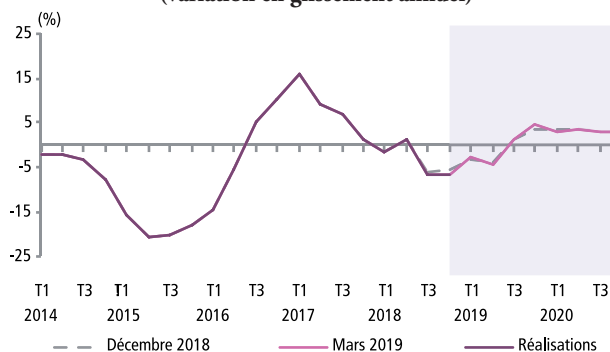
Par ailleurs, face à une forte demande, les cours du DAP et du TSP se sont accrus de 21,8% à 393,4\$/mt et de 22,4% à 346,7\$/mt respectivement en 2018. Sur l'horizon de prévision, les pressions haussières sur leurs cours devraient s'atténuer, une hausse des capacités de production étant prévue notamment au Maroc et en Arabie Saoudite. Pour leur part, après une hausse de 8,1% en 2017, les prix mondiaux des produits alimentaires ont fléchi de 3,5% en 2018, traduisant principalement un recul des prix des huiles végétales et du sucre. A moyen terme, une hausse graduelle des prix est prévue.

Dans ces conditions, l'inflation au niveau mondial devrait globalement décélérer en 2019 avant de s'inscrire en hausse graduelle sur le reste de l'horizon de prévision. Aux Etats-Unis en particulier, elle devrait revenir à 1,7% en 2019, après 2,4% en 2018, avant de passer à 2,3% en 2020. Parallèlement, elle resterait faible dans la zone euro, avec des taux prévus à 1,3% en 2019 et à 1,5% en 2020, après 1,7% en 2018.

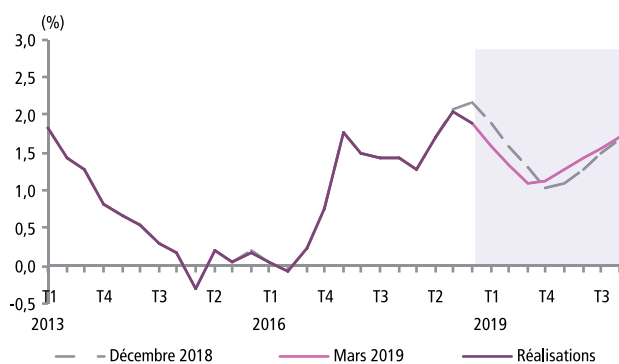
**Graphique 7.4 : Prix du Brent**



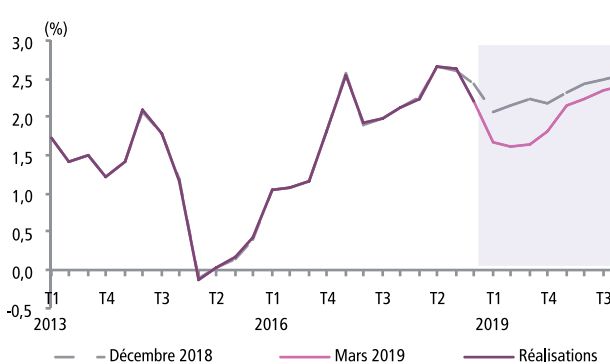
**Graphique 7.5 : Indice des prix des produits alimentaires (variation en glissement annuel)**



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



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



Source : GPMN, février 2019.

## Une production céréalière autour de 60 millions de quintaux prévue pour 2018-2019 et campagne normale attendue en 2019-2020

Au niveau national, les données climatiques au 10 mars font ressortir une baisse de 15,1% du cumul pluviométrique par rapport à la campagne précédente et une hausse de 6% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Le taux de remplissage des barrages à usage agricole est passé, en conséquence, à 58% après 52% une année auparavant. Par région, le cumul pluviométrique reste inférieur à celui de la dernière campagne pour l'ensemble des régions à l'exception de quatre. Par rapport à la moyenne des cinq dernières années, neuf régions enregistrent un déficit pluviométrique.

S'agissant de l'état de la végétation, les données au 10 mars indiquent que la situation du couvert végétal est en repli de 12,2% par rapport à la campagne précédente et de 10,4% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Au niveau régional, quatorze régions sur 18 ont affiché un indice de végétation inférieur à celui de la dernière campagne.

Dans ces conditions, la production céréalière au titre de la campagne agricole 2018-2019 avoisinerait 60 millions de quintaux (MQx). Cette prévision est, toutefois, entourée d'importants risques et reste tributaire des conditions climatiques à court terme. Pour les autres cultures, les estimations communiquées par le Ministre de l'Agriculture

lors du lancement de l'actuelle campagne indiquent une production record des olives de 2 millions de tonnes, en augmentation de 22,3% par rapport à la campagne précédente, et un accroissement de 17% de celle des agrumes. Pour l'élevage, les parcours se seraient améliorés en relation avec les conditions climatiques.

En 2020, et sur la base de la performance enregistrée au cours des dix dernières années, l'hypothèse d'une campagne céréalière normale, avec une production de 80 MQx, a été maintenue. Pour les autres cultures, leur production devrait poursuivre son évolution tendancielle observée depuis 2008.

## 7.2 Projections macroéconomiques

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

Le déficit du compte courant se serait creusé à 5,2% du PIB en 2018, après 3,6% en 2017, reflétant, d'une part, une hausse des importations plus importante que celle des exportations et, d'autre part, un ralentissement des recettes de voyage et une baisse des transferts des MRE et des dons du CCG.

Sur l'horizon de prévision, le rythme de progression des exportations connaîtrait un ralentissement en 2019 à 4,8%, sous l'effet essentiellement d'une décélération des ventes de la construction automobile, le démarrage de l'usine Peugeot n'étant prévu qu'à partir de juillet 2019. En 2020, la dynamique des exportations devrait reprendre avec une accélération à 6,1%. En parallèle, la baisse attendue de la facture énergétique et le ralentissement de la hausse des importations de biens d'équipement ramèneraient la progression des importations à 2,9% en 2019 et à 3,2% en 2020.

Pour les recettes de voyage et les transferts des MRE, leur croissance devrait se situer autour de 3,1% et 3,5% respectivement en 2019 avant de passer à près de 4% en 2020.

Ainsi, et sous l'hypothèse d'entrées de dons en provenance des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 4,1% du PIB en 2019 et à 3,4% en 2020. Quant aux IDE, les entrées nettes devraient avoisiner l'équivalent de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision, après 4,1% en 2018.

Tenant compte de l'hypothèse de deux sorties successives du Trésor sur le marché international en 2019 et 2020 et après s'être établies à 230,9 milliards en 2018, les RIN devraient se renforcer à 239,4 milliards de dirhams en 2019, avant de revenir à 235,7 milliards en 2020. Elles continueraient ainsi d'assurer la couverture d'un peu 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.)		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Exportations de biens (FOB)	5,7	0,3	8,3	8,6	3,5	10,3	10,4	4,8	6,1	0,8	-1,9	-1,7
Importations de biens (CAF)	8,2	-0,8	2,0	-4,9	10,3	6,7	9,6	2,9	3,2	1,2	0,4	-0,4
Recettes de voyage	-1,8	-0,4	7,7	-1,4	5,0	12,3	1,5	3,1	3,9	2,8	-0,5	-0,1
Transferts des MRE	0,6	-1,5	-0,8	4,8	4,0	5,3	-1,7	3,5	4,3	0,1	-0,5	-0,2
<b>Solde du compte courant (en % PIB)</b>	<b>-9,5</b>	<b>-7,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>
<b>Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

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

Le taux de change effectif réel devrait légèrement s'apprécier en 2019, l'écart d'inflation en faveur du Maroc ne devant que partiellement contrebalancer l'appréciation prévue du dirham face à l'euro et aux devises de certains pays émergents. En 2020, il devrait connaître une légère dépréciation, traduisant une quasi-stagnation en termes nominaux et une inflation domestique toujours inférieure à celle des partenaires et concurrents.

Compte tenu des prévisions des réserves internationales nettes et de la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait s'accroître de 69,7 milliards de dirhams à fin 2018 à 70,6 milliards au terme de 2019, puis à 84,8 milliards à fin 2020. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme resterait bas à 3,1% en 2019, avant de s'accroître à 4,4% en 2020.

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

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (mars/déc.)		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Crédit bancaire au secteur non financier	0,3	3,9	3,8	3,1	3,1	4,4	-0,4	-0,2	0,1
M3	5,7	4,7	5,5	4,0	4,0	3,7	0,6	0,1	0,1
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-16,5	-14,7	-40,9	-69,7	-70,6	-84,8	0,0	1,5	1,4

## Ralentissement du processus de la consolidation budgétaire

Le déficit budgétaire s'est creusé à 41,4 milliards en 2018, soit l'équivalent de 3,7% du PIB après 3,5% en 2017, reflétant une hausse des dépenses, hors investissement, plus marquée que celle des recettes.

En 2019, le déficit budgétaire hors privatisation devrait s'élever à 4,1% du PIB, sous l'effet notamment d'une hausse notable des dépenses de fonctionnement. La charge de compensation devrait, en revanche, reculer, sous l'effet de la baisse prévue des cours du gaz butane.

En 2020, le déficit devrait s'atténuer à 3,5% du PIB. Les recettes fiscales devraient maintenir un rythme soutenu, tandis que la charge de compensation devrait s'alléger.

Ces projections intègrent l'hypothèse d'entrées de dons des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020, soit le reliquat des 5 milliards de dollars prévus initialement dans l'accord.

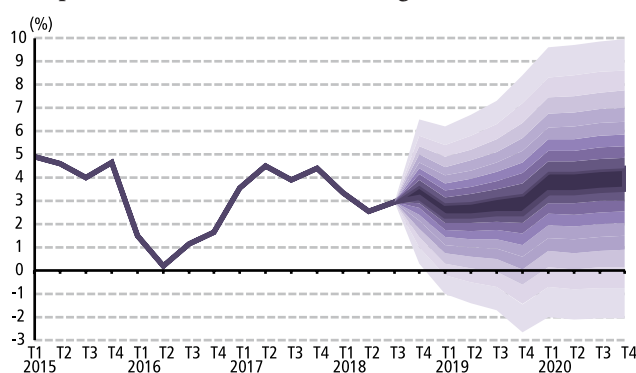
## Poursuite d'une reprise lente des activités non agricoles

Tirant profit d'une bonne campagne agricole pour la deuxième année consécutive, la croissance nationale se serait établie à 3,1% en 2018 après 4,1% en 2017. Cette évolution recouvre une décélération de 15,4% à 4,3% de la progression de la valeur ajoutée agricole et une poursuite de l'amélioration des activités non agricoles, quoiqu'à un rythme modéré de 2,9% après 2,7%. Ces prévisions ont été ajustées à la baisse comparativement à l'exercice de décembre, tenant compte des nouvelles données disponibles qui laissent indiquer des performances globalement en deçà des attentes.

Du côté de la demande, le ralentissement de la croissance aurait reflété une contribution négative des exportations nettes, la modération du rythme d'accroissement des exportations, après une hausse notable en 2017, devant plus que contrebalancer la décélération prévue des importations. La contribution positive de la demande intérieure se serait, pour sa part, quasiment stabilisée. En effet, la décélération de la hausse de la consommation des ménages, suite à l'affaiblissement des revenus ruraux, aurait été quasiment compensée par un raffermissement de l'investissement, comme en témoigne en particulier la bonne dynamique des importations de biens d'équipement.

A moyen terme, la croissance devrait continuer d'être rythmée par les conditions climatiques. Elle devrait ralentir à 2,7% en 2019 avant de se redresser à 3,9% en 2020. La valeur ajoutée agricole devrait baisser de 3,8% en 2019, tenant compte d'une production céréalière prévue autour de 60 MQx, avant d'augmenter de 6% en 2020, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole normale. Parallèlement, les activités non agricoles gagneraient en dynamisme, à un rythme toutefois lent. La croissance de leur valeur ajoutée se situerait ainsi à 3,4% en 2019, en légère révision à la baisse en lien notamment avec la dégradation des perspectives économiques chez les principaux partenaires, avant de passer à 3,8% en 2020. Du côté de la demande, la hausse de sa composante intérieure ralentirait en 2019 avant de retrouver une dynamique plus soutenue en 2020, tandis que les exportations nettes devraient maintenir une contribution légèrement négative.

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



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

**Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)**

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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

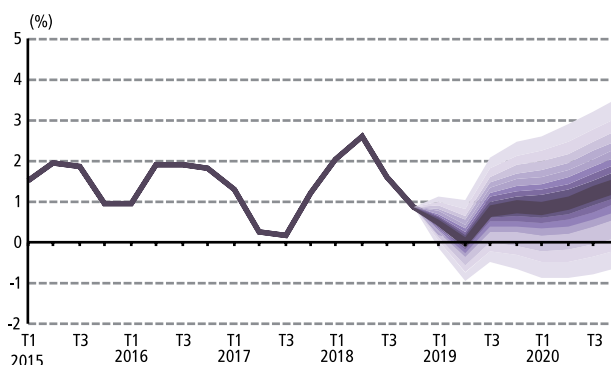
## Niveaux relativement faibles de l'inflation à moyen terme, après une accélération en 2018

Après un taux de 1,1% en 2018, l'inflation sous-jacente ressortirait faible à 0,8% en 2019, en lien principalement avec le ralentissement prévu de la demande domestique et une appréciation du TCER. Elle devrait ensuite s'accélérer pour atteindre 1,4% en 2020, en ligne en particulier avec une résorption progressive du cycle négatif de la demande intérieure.

Pour les autres composantes, les prix des carburants et lubrifiants devraient marquer une baisse en moyenne sur l'horizon de prévision, en ligne avec le recul prévu des cours mondiaux du Brent, alors que ceux des produits réglementés devraient augmenter en 2019, tenant compte des mesures programmées dans la Loi de Finances 2019, avant de décélérer sur le reste de l'horizon de prévision. Pour leur part, les prix des produits alimentaires se stabiliseraient quasiment à moyen terme, sous l'hypothèse d'une dissipation graduelle des effets de chocs d'offre.

Au total, après avoir enregistré une nette accélération à 1,9% en 2018, l'inflation devrait refluer à 0,6% en 2019 avant de s'accélérer à 1,1% en 2020.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2019 - T4 2020)\***



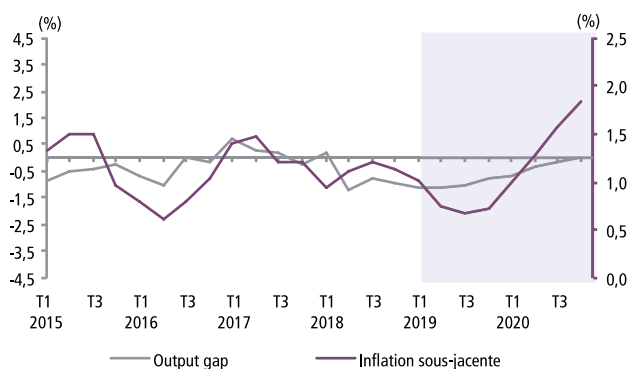
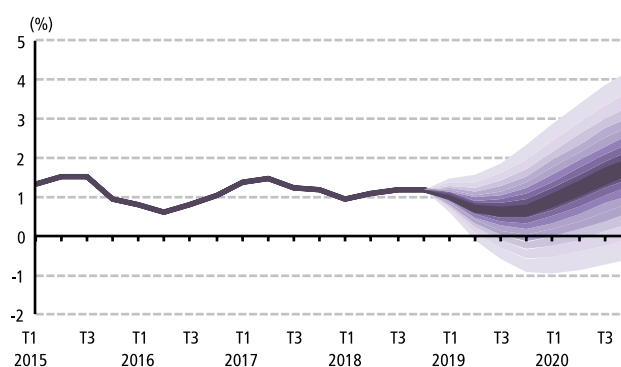
\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

**Tableau 7.4 : Inflation**

	Réalizations				Prévisions			Ecart (mars/déc.)		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Horizon de 8 trimestres	2018	2019	2020
<b>Inflation</b>	1,6	1,6	0,7	1,9	0,6	1,1	0,8	-0,1	-0,4	-0,1
Inflation sous-jacente	1,4	0,8	1,3	1,1	0,8	1,4	1,1	0,0	-0,2	-0,2

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 2019 - T4 2020)\***

\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.  
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

### 7.3 Balance des risques

Cet exercice intervient dans un contexte marqué par de nombreux risques qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale. La balance des risques ressort orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation.

Les risques entourant la croissance nationale sont liés à une production céréalière qui demeure tributaire des conditions climatiques à court terme, ainsi qu'à un affaiblissement plus important de la demande étrangère, en lien avec une dégradation des perspectives de l'activité chez les principaux pays partenaires. Celles-ci sont, en effet, assujetties à plusieurs incertitudes, liées notamment à la montée du protectionnisme, aux préoccupations quant aux modalités du Brexit, ainsi qu'à davantage d'affaiblissement de la croissance en Chine. S'agissant des prévisions d'inflation, un prix du Brent plus élevé pourrait induire une hausse de ceux à la consommation. En revanche, un recul plus important de la demande intérieure et/ou une accentuation de l'appréciation du TCER pourraient affaiblir l'inflation.

Pour ce qui est des projections des autres variables, celles des RIN en particulier restent tributaires notamment de la concrétisation des entrées de dons du CCG et des sorties du Trésor à l'international.

## 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
GPM	: Global Projection Model (Modèle de projection de l'économie mondiale)
HCP	: Haut-Commissariat au Plan
ICM	: Indice de Confiance des Ménages
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation
IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente

IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IR	: Impôt sur le Revenu
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
Libor-OIS	: London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidant à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OCP	: Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PIB	: Produit Intérieur Brut
RIN	: Réserves internationales nettes
TCER	: Taux de change effectif réel
TCN	: Titres de créances négociables
TIB	: Taux Interbancaire
TGR	: Trésorerie Générale du Royaume
TPME	: Très petites, Petites et Moyennes Entreprises
TSP	: Triple Super Phosphate
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
UE	: Union Européenne
USD	: Dollar Américain
VA	: Valeur ajoutée

---

## LISTE DES GRAPHIQUES

---

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	16
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	17
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	17
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	17
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	17
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar .....	18

Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent .....	19
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie .....	19
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et engrais .....	19
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	20
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile .....	22
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage .....	23
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE .....	23
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire .....	25
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	26
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques .....	26
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham .....	27
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel .....	27
Graphique 3.6	: Ecart monétaire .....	27
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire .....	28
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit .....	28
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit .....	28
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande .....	29
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	29
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....	30
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI .....	30
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2018 .....	30
Graphique 3.15	: Evolution des bons du Trésor .....	31
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....	31
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances .....	34
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances .....	34
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires .....	35
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin janvier .....	35
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin janvier .....	35
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor .....	36
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin janvier .....	36
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation .....	38
Graphique 5.2	: PIB par composante .....	39
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance .....	40
Graphique 5.4	: Créations d'emplois par secteur .....	40
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	41
Graphique 5.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	41
Graphique 5.7	: Output-gap global .....	41
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	43
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	44
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants .....	44
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	44
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	45
Graphique 1.6.1.1	: Contributions à l'inflation .....	45
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....	46
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises .....	46
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier .....	46
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier .....	46
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle .....	47
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro .....	50

Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis .....	50
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD .....	51
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	52
Graphique 7.5	: Indice des prix des produits alimentaires .....	52
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	52
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis .....	52
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l’horizon de prévision (T4 2018 - T4 2020) .....	55
Graphique 7.9	: Prévisions de l’inflation sur l’horizon de prévision (T1 2019 - T4 2020) .....	56
Graphique 7.10	: Evolution de l’inflation sous-jacente et de l’output gap.....	57
Graphique 7.11	: Prévisions de l’inflation sous-jacente sur l’horizon de prévision (T1 2019 - T4 2020) .....	57

## LISTE DES TABLEAUX

---

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	15
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage .....	16
Tableau 1.3	: Evolution récente de l’inflation dans les principaux pays avancés .....	20
Tableau 2.1	: Evolution des exportations .....	21
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés .....	22
Tableau 2.3	: Evolution des importations .....	22
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits énergétiques à l’import .....	23
Tableau 2.5	: Evolution de la balance des services .....	23
Tableau 2.6	: Evolution des investissements directs .....	24
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	25
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs .....	26
Tableau 3.3	: Taux créditeurs .....	26
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires .....	33
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques .....	34
Tableau 4.3	: Financement du déficit .....	35
Tableau 4.4	: Evolution de l’endettement du Trésor .....	36
Tableau E 4.1.1	: Exécutions budgétaires de 2017 et 2018 .....	37
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	42
Tableau 6.1	: Evolution de l’inflation et de ses composantes.....	43
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	45
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	53
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire .....	54
Tableau 7.3	: Croissance économique .....	55
Tableau 7.4	: Inflation.....	56

## LISTE DES ENCADRES

---

Encadré 4.1	: Exécution budgétaire au titre de l’année 2018 .....	35
Encadré 6.1	: Evolution de l’inflation en 2018 .....	45