



1959 - 2019

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 52/ 2019

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 24 SEPTEMBRE 2019

Dépôt légal : 2019/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

Préambule	5
Communiqué de presse	7
Aperçu général	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	15
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	20
2. Comptes extérieurs	22
2.1 Balance commerciale	22
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	24
2.3 Compte financier	24
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	25
3.1 Conditions monétaires	25
3.2 Prix des actifs	29
4. Orientation de la politique budgétaire	32
4.1 Recettes ordinaires	32
4.2 Dépenses	33
4.3 Déficit et financement du Trésor	34
5. Demande, offre et marché du travail	36
5.1 Demande intérieure	36
5.2 Demande extérieure	37
5.3 Offre globale	37
5.4 Marché du travail et capacités de production	38
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	41
6.1 Evolution de l'inflation	41
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	43
6.3 Anticipations de l'inflation	44
6.4 Prix à la production	44
7. Perspectives à moyen terme	46
Synthèse	46
7.1 Hypothèses sous-jacentes	48
7.2 Projections macroéconomiques	51
7.3 Balance des risques	55
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	56
LISTE DES GRAPHIQUES	57
LISTE DES TABLEAUX	59
LISTE DES ENCADRÉS	59

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib :

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Commissaire du Gouvernement

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

M. Abdellatif BELMADANI

M. Mohammed BENAMOUR

Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN

M. Bassim JAI-HOKIMI

M. Mustapha MOUSSAOUI

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

Rabat, le 24 septembre 2019

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 24 septembre sa troisième réunion trimestrielle de l'année.
2. Lors de cette réunion, il a analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les projections macro-économiques de la Banque pour les huit prochains trimestres.
3. Sur la base de ces évaluations, notamment celles des prévisions à moyen terme de l'inflation, de la croissance, des comptes extérieurs, des conditions monétaires et des finances publiques, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 2,25% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
4. Par ailleurs, et au regard de la persistance de besoins importants de liquidité bancaire sur l'horizon de prévision, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 4% à 2%, permettant ainsi une injection permanente d'un peu plus de 11 milliards de dirhams.
5. Le Conseil a noté qu'après s'être établie à 1,9% en 2018, l'inflation a nettement ralenti, se situant à 0,2% en moyenne sur les huit premiers mois de l'année, en relation notamment avec la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, elle devrait continuer à évoluer à des niveaux faibles au cours des prochains mois pour ressortir à 0,4% sur l'ensemble de l'année. En 2020, elle s'accélélerait à 1,2%, tirée par sa composante sous-jacente qui, sous l'effet notamment de la reprise attendue de la demande intérieure, atteindrait 1,6% après 0,7% prévu en 2019.
6. Au niveau international, après des performances relativement bonnes au début de l'année, l'activité économique dans les pays avancés s'est inscrite en ralentissement au deuxième trimestre et ses perspectives se sont dégradées dans un contexte marqué par les conflits commerciaux, les tensions géopolitiques et les incertitudes entourant les modalités du Brexit. Aux Etats-Unis, avec la dissipation des effets des mesures de relance budgétaire, la croissance baisserait de 2,9% en 2018 à 2,2% en 2019 et à 1,8% en 2020, tandis que dans la zone euro, après 1,9%, elle se limiterait à 1,2% avant de s'améliorer légèrement à 1,4%. Sur les marchés du travail, les conditions resteraient favorables, avec des taux de chômage autour de 4% aux Etats-Unis et de 7,5% dans la zone euro. Dans les principales économies émergentes, la croissance poursuivrait sa décélération en Chine et s'établirait légèrement au-dessus de 6%. En Inde, elle baisserait à 6,1% en 2019 avant de marquer un rebond à 7,8% en 2020 à la faveur des mesures de relance budgétaire et monétaire.
7. Sur les marchés des matières premières, impactés par la montée des inquiétudes entourant la demande mondiale, les prix du pétrole se sont inscrits globalement au cours des derniers mois dans un mouvement baissier, ponctué par des épisodes de forte volatilité. Le cours du Brent en particulier est revenu à 64,8 USD/bl en moyenne sur les huit premiers mois de l'année, en baisse de 9,4% en glissement annuel. Il devrait ressortir à 63,7 USD/bl en moyenne en 2019 et se situer légèrement au-dessus de 60 USD/bl en 2020. Pour ce qui est des phosphates, le prix du brut s'est établi au cours des huit premiers mois de l'année à un niveau plus élevé globalement par rapport

à la même période en 2018. Il devrait, selon les dernières prévisions de la Banque mondiale datant du mois d'avril dernier, terminer l'année 2019 sur une moyenne de 105 USD/t et évoluer proche de ce niveau en 2020. Quant aux engrais phosphatés, les cours ont poursuivi leur tendance baissière, sous l'effet de l'affaiblissement de la demande mondiale. Sur l'ensemble de l'année, ils ressortiraient en moyenne à 370 USD/t pour le DAP et à 340 USD/t pour le TSP et augmenteraient légèrement à 377 USD/t et 343 USD/t respectivement en 2020.

8. Dans ce contexte, l'inflation devrait diminuer dans la zone euro à 1,3% en 2019 et à 1,2% en 2020, niveaux bien en deçà de l'objectif de la BCE. Aux Etats-Unis, elle baisserait de 0,5 point à 1,9% en 2019 et s'approcherait de l'objectif de la FED en 2020.

9. Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, les banques centrales des principales économies avancées ont interrompu le processus de normalisation pour initier un nouveau cycle d'assouplissement. Ainsi, après la baisse opérée en juillet dernier, la première depuis 2008, la FED a décidé lors de sa réunion des 17 et 18 septembre de réduire une nouvelle fois la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base, la ramenant à [1,75%-2%]. Cette décision a été marquée toutefois par une accentuation de la divergence entre les membres du Comité par rapport aux deux dernières rencontres. Pour sa part, la BCE a annoncé lors de sa réunion du 12 septembre une série de mesures pour renforcer l'orientation accommodante de sa politique monétaire. Elle a ainsi réduit le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base à -0,50% et a indiqué qu'elle prévoit que ses taux directeurs resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté une convergence durable de l'inflation vers son objectif. Elle a également décidé de relancer, à partir du 1er novembre, ses achats nets d'actifs pour un montant mensuel de 20 milliards d'euros et de modifier les modalités de ses nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées et ce, pour préserver des conditions de crédit favorables.

10. Au niveau national, les dernières données du HCP relatives au premier trimestre indiquent un ralentissement d'une année à l'autre de la croissance de 3,5% à 2,8%, résultat d'une diminution de 3,2% de la valeur ajoutée agricole après une hausse de 4% et d'une accélération du rythme des activités non agricoles de 3,3% à 3,8%. Ces dernières devraient, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, connaître une progression de leur valeur ajoutée de 3,6% en 2019 contre 2,6% en 2018. Tenant compte également de la révision à la baisse, par le Département de l'Agriculture, de l'estimation de la récolte céréalière de la campagne 2018/2019 à 52 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole reculerait de 4,7%, ramenant ainsi la croissance de l'économie nationale à 2,7% en 2019 après 3% un an auparavant. Pour 2020, la Banque table sur une amélioration de la croissance à 3,8%, avec une stabilité du rythme des activités non agricoles à 3,6% et un accroissement de la valeur ajoutée agricole de 6,3%, sous l'hypothèse d'une production céréalière de 80 millions de quintaux.

11. Sur le marché du travail, les créations nettes d'emplois entre les deuxièmes trimestres de 2018 et de 2019 se sont limitées, selon les données du HCP, à 7 mille postes, résultat d'une perte de 176 mille dans l'agriculture et d'une hausse de 183 mille dans les activités non agricoles, principalement les services. Tenant compte d'une diminution de 0,6% de la population active, le taux d'activité est revenu de 47% à 46% et le taux de chômage a reculé de 0,6 point à 8,5%.

12. Au plan des comptes extérieurs, les exportations de biens ont progressé de 3,3% à fin juillet, tirées notamment par des hausses des ventes de 6,5% pour les produits agricoles et agroalimentaires, de 2% pour le secteur automobile et de 3% pour les phosphates et dérivés. En regard, les importations se sont alourdies de 3,7%, reflétant un accroissement de 8,8% des acquisitions de biens d'équipement, la facture énergétique s'étant, en revanche, allégée de 2,1%. Quant aux recettes de voyage, elles se sont renforcées de 5,8% alors que les transferts des MRE ont connu un recul de 1%. Pour l'ensemble de l'année, les exportations s'accroîtraient de 3,9%, avant de connaître une amélioration notable en 2020, sous l'hypothèse de la concrétisation du programme de production annoncé de l'usine PSA. De leur côté, les importations ralentiraient sur l'horizon de prévision, avec une baisse attendue de la facture énergétique et une décélération du rythme des acquisitions de biens d'équipement. En parallèle, les recettes de voyage connaîtraient une nette accélération de leur progression en 2019 pour s'établir à 76,3 milliards de dirhams, puis une relative modération en 2020 (à 78,8 milliards), tandis que les transferts des MRE enregistreraient une légère augmentation cette année à 65,9 milliards de dirhams et gagneraient en vigueur l'année prochaine (à 68,3 milliards). Dans ces conditions, et tenant compte de rentrées de dons des pays du CCG attendues pour des montants de 2 milliards en 2019 et de 1,8 milliard en 2020, le déficit du compte courant s'atténuerait graduellement, passant de 5,5% du PIB en 2018 à 5,1% en 2019 puis à 3,6% en 2020. Pour les flux d'IDE, après une hausse exceptionnelle en 2018, les recettes avoisineraient un niveau équivalent à 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision. Prenant en considération deux émissions prévues du Trésor sur le marché international, l'encours des réserves internationales nettes s'établirait à 239 milliards de dirhams à fin 2019 et à 234,3 milliards au terme de 2020, continuant ainsi d'assurer la couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

13. Concernant les conditions monétaires, le taux de change effectif réel a enregistré une augmentation trimestrielle de 0,3% au cours du deuxième trimestre, reflétant une hausse en termes nominaux, et ressortirait en légère appréciation sur l'horizon de prévision. Pour ce qui est des taux débiteurs, les données de l'enquête de la Banque, dans sa nouvelle version améliorée et élargie, indiquent une poursuite de la tendance baissière, avec un nouveau recul de 4 points de base globalement à 4,98% au deuxième trimestre, au bénéfice notamment des particuliers et des TPME. Reflétant essentiellement l'expansion de la circulation fiduciaire, le besoin de liquidité bancaire s'est creusé à 95,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire en août et devrait s'établir à 77,6 milliards au terme de 2019 avant d'atteindre 96 milliards à fin 2020. Dans ce contexte, le crédit bancaire au secteur non financier s'est accru à fin juillet de 3,7% globalement et de 3,1% pour les entreprises privées. Il devrait terminer l'année en hausse de 3,7% puis se renforcer de 4,7% au terme de 2020.

14. S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire hors privatisations s'est accentué sur les huit premiers mois de l'année de 5,8 milliards de dirhams à 34,9 milliards. Les dépenses globales ont augmenté de 5,4%, résultat notamment d'un alourdissement de celles au titre des « autres biens et services ». En parallèle, les recettes se sont renforcées de 3,4%, avec des hausses de 2,2% pour les rentrées fiscales et de 21,3% pour celles non fiscales. Dans ces conditions, et tenant compte de l'impact de l'accord conclu dans le cadre du dialogue social, le déficit budgétaire hors privatisations devrait se situer, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, aux alentours de 4% du PIB cette année, avant de s'alléger autour de 3,8% en 2020, sous l'hypothèse de la poursuite des efforts de mobilisation des recettes et de maîtrise des dépenses.

APERÇU GÉNÉRAL

Après avoir enregistré une évolution favorable en début d'année, l'activité dans les économies avancées s'est globalement inscrite en décélération au deuxième trimestre, pâtissant notamment des conflits commerciaux, des tensions géopolitiques et des incertitudes liées aux modalités du Brexit. La croissance a reculé de 2,7% à 2,3% aux Etats-Unis, reflétant essentiellement un repli des exportations et des investissements non résidentiels, et de 1,3% à 1,2% dans la zone euro, freinée notamment par le faible dynamisme de l'économie allemande. Le rythme de l'activité a également connu une importante baisse au Royaume-Uni, le PIB ayant augmenté de 1,2% au deuxième trimestre après 1,8%, suite au phénomène de déstockage et à l'attitude d'attente des entreprises.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, la Chine a affiché au deuxième trimestre son taux de croissance le plus faible depuis 1992¹, soit 6,2%. L'économie indienne, de son côté, a connu une décélération significative de sa croissance qui est revenue de 5,7% à 4,9%, en lien notamment avec la contre-performance des secteurs manufacturier et de la construction. En revanche, la croissance s'est améliorée à 1% après 0,5% au Brésil, soutenue principalement par l'orientation favorable de l'agriculture et de l'industrie, et de 0,5% à 0,9% en Russie, bénéficiant du rebond enregistré au niveau des secteurs immobilier et du commerce.

Sur les marchés du travail, la situation reste favorable. Le taux de chômage s'est stabilisé d'un mois à l'autre à 3,7% en août aux Etats-Unis où 130.000 nouveaux emplois ont été créés, et à 7,5% en juillet dans la zone euro.

S'agissant des marchés financiers, les indices boursiers tant des principales économies avancées qu'émergentes se sont orientés à la baisse en août, impactés notamment par l'intensification des tensions commerciales. En particulier, le Dow Jones s'est déprécié de 3,8% d'un mois à l'autre, l'EuroStoxx 50 de 4,3%, le NIKKEI 225 de 4,5% et le MSCI EM de 7,3%.

Au niveau des marchés de la dette souveraine, les taux des bons à 10 ans ont poursuivi leur tendance baissière au mois d'août, s'établissant à -0,7% pour l'Allemagne, à -0,3% pour la France, à 0,1% pour l'Espagne, à 1,4% pour l'Italie et à 1,6% pour les Etats-Unis. Pour les économies émergentes, ce taux est resté inchangé à 6,5% en Inde, a augmenté de 6,8% à 6,9% au Brésil et a baissé de 3,2% à 3,1% en Chine et de 15,9% à 15,3% en Turquie.

Concernant les marchés des changes, entre juillet et août, l'euro s'est déprécié de 0,8% par rapport au dollar alors qu'il s'est apprécié de 1,7% vis-à-vis de la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles se sont globalement inscrites en dépréciation face au dollar, à l'exception de la livre turque qui a plutôt connu une appréciation. En particulier, le yuan chinois a perdu 2,7% de sa valeur par rapport à juillet, pour s'établir en moyenne à 7,1 pour un dollar, son plus bas depuis 2008. Pour le crédit bancaire, son rythme de progression annuelle s'est accéléré à 6,1% en août après 5,6% aux Etats-Unis et à 3,6% en juillet au lieu de 3,5% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, les prix du pétrole ont fléchi en août, dans un contexte marqué notamment par l'escalade des tensions commerciales et par les craintes quant à l'affaiblissement de la demande mondiale. En particulier, le cours du Brent a reculé de 7,4% d'un mois à l'autre et de 19% en glissement annuel,

¹ Date à partir de laquelle les données trimestrielles sont disponibles.

pour se situer à 59,3 dollars le baril en moyenne. Hors énergie, les prix ont poursuivi en août leur baisse entamée depuis un an, avec des diminutions en variation annuelle de 4,5% pour les produits agricoles et de 2,6% pour les métaux et minerais. Pour ce qui est des cours du phosphate et dérivés, ils se sont repliés de 10,9% en glissement annuel à 78\$/t pour le phosphate brut, de 28,4% à 292,9\$/t pour le DAP et de 23,2% à 275\$/t pour le TSP.

Dans ces conditions, l'inflation est restée stable à 1% en août dans la zone euro alors qu'elle a décéléré de 1,8% à 1,7% aux Etats-Unis et de 2,1% à 1,7% au Royaume-Uni.

Dans ce contexte, les banques centrales des principales économies avancées ont interrompu le processus de normalisation de leurs politiques monétaires pour initier un nouveau cycle d'assouplissement. Ainsi, la BCE a décidé le 12 septembre de réduire le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base à -0,50%, et de maintenir inchangés le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement et celui de la facilité de prêt marginal à 0% et 0,25% respectivement. Elle a indiqué qu'elle s'attend à ce que ses taux directeurs restent à leurs niveaux actuels ou même inférieurs jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent de manière durable vers des niveaux inférieurs, mais proches de 2% à moyen terme. Pour ce qui est des mesures non conventionnelles, la BCE a décidé de relancer, à compter du 1er novembre, les achats nets dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (APP) au rythme mensuel de 20 milliards d'euros, et de modifier les modalités de ses nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées pour préserver des conditions de crédit favorables. De son côté, après la baisse opérée en juillet dernier, la première depuis 2008, la FED a décidé lors de sa réunion des 17 et 18 septembre de réduire une nouvelle fois la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base, la ramenant à [1,75%-2%]. Cette décision a été marquée toutefois par une accentuation, par rapport aux deux dernières rencontres, de la divergence entre les membres du Comité.

Au plan national, les données des comptes extérieurs à fin juillet 2019 indiquent, par rapport à la même période en 2018, un creusement du déficit commercial de 4,3% à 122,8 milliards de dirhams. Les importations ont progressé de 3,7%, tirées essentiellement par une augmentation de 8,8% des acquisitions de biens d'équipement et de 5% des achats des produits finis de consommation. La facture énergétique s'est, quant à elle, repliée de 2,1% à 45 milliards. S'agissant des exportations, elles se sont accrues de 3,3%, reflétant des hausses des ventes de 6,5% pour les produits agricoles et agro-alimentaires, de 2% pour le secteur automobile, et de 3% pour les phosphates et dérivés. En parallèle, les recettes de voyage se sont accrues de 5,8% à 40,9 milliards alors que les transferts des MRE ont reculé de 1% à 37,4 milliards de dirhams.

Par ailleurs, le flux net des IDE a baissé de 2,1 milliards de dirhams à 10,5 milliards tandis que celui des investissements directs des marocains à l'étranger a progressé de 3 milliards à 5,6 milliards. L'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 231,8 milliards à fin juillet 2019, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, le besoin en liquidité bancaire s'est accentué au deuxième trimestre à 75,1 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, en raison de l'augmentation de la circulation fiduciaire. Bank Al-Maghrib a ainsi relevé le volume de ses injections à 76 milliards. Concernant les taux débiteurs, les données du deuxième trimestre indiquent une poursuite de la tendance baissière avec un nouveau recul de 4 points d'un trimestre à l'autre et de 19 points en glissement annuel à 4,89%. Les conditions monétaires ont été marquées également

par une appréciation trimestrielle de 0,4% en termes nominaux et de 0,3% en termes réels du taux de change effectif au deuxième trimestre. Dans ces conditions, le rythme de croissance du crédit au secteur non financier est demeuré stable à 3,7% au deuxième trimestre, résultat d'une accélération de la progression des prêts accordés aux entreprises privées et aux ménages et d'une baisse des concours aux entreprises.

Sur le volet des finances publiques, l'exécution du budget au titre des huit premiers mois de 2019 fait ressortir un déficit budgétaire, hors privatisations, de 34,9 milliards, en aggravation de 5,8 milliards par rapport à la même période de 2018. Cette évolution traduit d'une part un alourdissement de 5,4% des dépenses globales, imputable principalement à l'accroissement de 12,3% des charges au titre des autres biens et services et de 3,6% de la masse salariale. D'autre part, les recettes ordinaires hors privatisations se sont améliorées de 3,4%, reflétant une hausse de 2,2% des recettes fiscales et de 21,3% de celles non fiscales. Pour ce qui est des dons des pays du CCG, les encaissements ont atteint 889 millions de dirhams à fin août.

Le Trésor a recouru pour le financement de son déficit de caisse à des ressources intérieures nettes à hauteur de 35,3 milliards ainsi qu'à une recette de privatisation de 4,4 milliards et des concours extérieurs nets de 4,8 milliards. Dans ce contexte, la dette du Trésor se serait alourdie, selon les estimations de BAM, de 2,7% par rapport à son niveau à fin décembre 2018. En ce qui concerne les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles sont restées favorables au cours des huit premiers mois de 2019, avec une baisse des taux moyens pondérés sur le marché primaire.

Les données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2019 indiquent un ralentissement de la croissance économique à 2,8% contre 3,5% un an auparavant, avec un repli de 3,2% de la valeur ajoutée agricole après une hausse de 4%. Celle des activités non agricoles a, en revanche, augmenté à 3,8% après 3,3% au même trimestre de 2018. L'analyse du côté de la demande indique une contribution positive de sa composante intérieure de 3,6 points de pourcentage tandis que celle des exportations nettes est ressortie négative à hauteur de 0,8 point.

Sur le marché du travail, les créations d'emplois se sont limitées, entre le deuxième trimestre de 2018 et le même trimestre de 2019, à 7 mille postes contre 117 mille un an auparavant. Cette évolution recouvre une perte de 176 mille emplois dans l'agriculture et une création de 183 mille dans les activités non agricoles concentrée principalement dans les services. Tenant compte d'une sortie nette de 70 mille demandeurs d'emploi, le taux d'activité est revenu de 47% à 46% au niveau national, et le taux de chômage est passé de 9,1% à 8,5%.

Au niveau du marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont accusé une nouvelle baisse en glissement trimestriel de 0,6% au deuxième trimestre 2019, qui a été généralisée à l'ensemble des catégories. Ainsi, les prix ont fléchi de 0,4% pour le résidentiel, de 0,8% pour le foncier et de 1,5% pour les biens à usage professionnel. De même, le nombre de transactions s'est contracté de 7,3% après un repli de 12,3% au premier trimestre. Concernant le marché boursier, après avoir reculé de 4%, le MASI s'est apprécié de 3,4% au deuxième trimestre 2019 et le volume des échanges a quasiment doublé pour atteindre 24,2 milliards. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a connu une hausse trimestrielle de 3,8% à 583,1 milliards de dirhams.

Pour ce qui est de l'inflation, elle a enregistré une nette accélération à 0,8% en août après 0,3% en juillet, portant sa moyenne sur les huit premiers mois de 2019 à 0,2%. Cette évolution est attribuable principalement

à l'augmentation de 1,7%, après une baisse de 0,7%, des prix des produits alimentaires à prix volatils et, dans une moindre mesure, à la hausse du rythme de l'inflation sous-jacente de 0,5% à 0,8% ainsi qu'à l'accroissement de 1,6% après 1,5% des tarifs des produits réglementés. Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont de nouveau diminué de 2,9% après 2,6% un mois auparavant.

En termes de perspectives, les conflits commerciaux et l'incertitude autour du Brexit continuent de peser sur l'activité économique mondiale, induisant un ralentissement diffus et une dégradation de ses perspectives. Dans la zone euro, la croissance économique devrait décélérer de 1,9% en 2018 à 1,2% en 2019, avant de s'accélérer légèrement à 1,4% en 2020, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. Aux Etats-Unis, avec la dissipation des effets de la relance budgétaire, elle ralentirait à 2,2% cette année, contre 2,9% un an auparavant, puis à 1,8% en 2020. Pour leur part, les conditions sur les marchés du travail devraient demeurer favorables, le taux de chômage devant poursuivre sa baisse dans la zone euro et rester faible aux Etats-Unis.

Dans les principales économies émergentes, la croissance poursuivrait sa décélération en Chine, revenant de 6,6% en 2018 à 6,3% en 2019 et à 6,1% en 2020, et ralentirait en Inde de 7,4% à 6,1% en 2019, en raison de la faiblesse de l'investissement et de la demande étrangère, avant de s'accélérer à 7,8% en 2020, soutenue par l'orientation expansionniste des politiques monétaire et budgétaire.

Sur les marchés des matières premières, le prix du Brent devrait clôturer l'année à un niveau de 63,7 dollars le baril en moyenne avant de diminuer de nouveau à 60,9 dollars en 2020. Par ailleurs, le phosphate brut devrait se renchérir sensiblement à 105 dollars la tonne en 2019 et à 107 dollars en 2020 alors que les prix de ses dérivés devraient se situer à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés en 2018, soient 370 dollars la tonne en 2019 et 377 dollars en 2020 pour le DAP, et 340 dollars puis 343 dollars respectivement pour le TSP.

Dans ce contexte, les pressions inflationnistes s'affaibliraient globalement. Dans la zone euro, l'inflation se maintiendrait à des niveaux inférieurs à l'objectif de la BCE, passant de 1,8% en 2018 à 1,3% en 2019 puis à 1,2% en 2020. Aux Etats-Unis, elle devrait décélérer de 2,4% à 1,9% en 2019 avant de rebondir à 2,4% en 2020.

Au niveau national, la progression des exportations de biens ralentirait de 10,6% en 2018 à 3,9% en 2019 et s'accélérait à 8,4% en 2020, en liaison principalement avec le net accroissement prévu en 2020 des ventes de la construction automobile sous l'hypothèse de l'augmentation de la capacité de production de l'usine PSA. De son côté, le rythme des importations décélérerait de 9,8% à 3,4% en 2019 puis à 2,6% en 2020, sous l'effet essentiellement de l'allègement prévu de la facture énergétique et du ralentissement du rythme d'acquisition de biens d'équipement. En parallèle, les recettes de voyage et les transferts des MRE s'accroîtraient de 4,5% à 76,3 milliards de dirhams et de 1,5% à 65,9 milliards respectivement en 2019 puis de 3,2% à 78,8 milliards et de 3,6% à 68,3 milliards en 2020. Compte tenu également de rentrées de dons des pays du CCG prévues à 2 milliards de dirhams en 2019 et à 1,8 milliard en 2020, le déficit du compte courant s'établirait à 5,1% du PIB en 2019 et à 3,6% en 2020 contre 5,5% en 2018. Par ailleurs, après avoir enregistré des recettes exceptionnelles en 2018, liées en grande partie à une cession dans le secteur des assurances, les IDE se situeraient à l'équivalent d'environ 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision. Sous l'hypothèse de deux sorties à l'international du Trésor, l'une en 2019 et l'autre en 2020, les RIN se renforceraient à 239 milliards à fin 2019 avant de revenir à 234,3 milliards à fin 2020, continuant ainsi à assurer la couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Compte tenu de l'évolution prévue des RIN et de la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité s'accroîtrait à 77,6 milliards à fin 2019 et à 96 milliards à fin 2020. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux de change effectif réel connaîtrait une appréciation en 2019, qui devrait s'atténuer en 2020. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, il devrait enregistrer une amélioration, son rythme devant s'établir à 3,7% à fin 2019 et à 4,7% au terme de 2020.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire hors privatisation devrait se situer autour de 4% du PIB en 2019, après 3,7% en 2018, avant de s'alléger à 3,8% en 2020. Ces projections tiennent compte de l'hypothèse d'une mobilisation soutenue des recettes, d'un allègement prévu de la charge de compensation et d'un alourdissement des dépenses de fonctionnement en liaison avec l'impact de l'accord du dialogue social, dont le coût budgétaire totaliserait environ 14,3 milliards de dirhams d'ici 2021 selon les estimations du Ministère de l'Economie et des Finances.

Pour ce qui est des comptes nationaux, la croissance ralentirait de nouveau à 2,7% en 2019 après 3% en 2018, freinée par un repli de 4,7% de la valeur ajoutée agricole. Cette prévision a été révisée à la baisse comparativement aux projections de juin compte tenu de l'actualisation de l'estimation de la récolte céréalière au titre de la campagne 2018-2019. Pour leur part, les activités non agricoles devraient poursuivre leur relatif raffermissement, avec une augmentation de leur valeur ajoutée de 3,6% après 2,6%. Pour l'année 2020, les prévisions de Bank Al-Maghrib tablent sur une accélération de la croissance à 3,8%, reflétant une amélioration de 6,3% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 80 millions de quintaux, et une stabilité de la croissance des activités non agricoles à 3,6%.

Concernant l'inflation, elle ralentirait sensiblement, revenant de 1,9% en 2018 à 0,4% en 2019 avant de s'accroître modérément à 1,2% en 2020. Sa composante sous-jacente devrait s'affaiblir à 0,7% puis augmenter à 1,6% en 2020, en liaison avec la résorption progressive attendue du cycle négatif de la demande intérieure et l'atténuation prévue de l'appréciation du TCER.

Le scénario central des prévisions reste entouré de nombreux risques orientés globalement à la baisse. Concernant la croissance, les incertitudes ont trait principalement à des facteurs extérieurs, dont en particulier une dégradation plus marquée de la demande étrangère. Celle-ci demeure, en effet, assujettie à d'importants risques baissiers, liés notamment à la guerre commerciale et aux inquiétudes entourant les modalités du Brexit. S'agissant des prévisions d'inflation, et tenant compte des fortes incertitudes sur le marché du pétrole, des cours supérieurs/inférieurs à ceux retenus dans le scénario central pourraient se traduire par des taux d'inflation plus/moins élevés, à travers leurs effets directs sur les prix domestiques des carburants et indirects sur les coûts de production. Les pressions inflationnistes baissières d'origine externe peuvent également provenir d'une éventuelle accentuation de l'appréciation du taux de change effectif réel, compte tenu notamment des pressions à la baisse sur les monnaies de certains pays émergents. Pour ce qui est des projections des autres variables, celles des RIN en particulier restent tributaires notamment de la concrétisation de la sortie du Trésor à l'international prévue en 2020 et, dans une moindre mesure, des entrées de dons du CCG.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les signes de reprise observés dans certains pays en début d'année se sont rapidement dissipés, confirmant la tendance globalement baissière de la croissance mondiale dans un contexte marqué par la remontée des tensions commerciales et les incertitudes liées aux modalités du Brexit. Ainsi, hormis le Japon où la croissance s'est légèrement redressée, les données du deuxième trimestre indiquent une décélération aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance a poursuivi son ralentissement en Chine et en Inde, tandis qu'elle s'est relativement améliorée au Brésil et en Russie. Sur le marché de l'emploi, la situation reste globalement favorable dans les principaux pays avancés. Pour leur part, les marchés financiers ont été impactés par l'intensification des incertitudes, se traduisant par la baisse des principaux indices boursiers des pays avancés et émergents. Dans ces conditions, les principales Banques centrales ont maintenu leurs politiques monétaires accommodantes, s'orientant vers davantage d'assouplissement dans plusieurs pays avancés et émergents. Sur les marchés des matières premières, les cours des produits énergétiques et non-énergétiques ont enregistré une baisse en glissement annuel. Dans ce contexte, le taux d'inflation est ressorti en baisse aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro, il a stagné.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, la croissance a ralenti de 2,7% à 2,3% au deuxième trimestre 2019, reflétant principalement une baisse des exportations et un repli des investissements non résidentiels. Elle a également décéléré dans la zone euro de 1,3% à 1,2%, recouvrant notamment une nette décélération de la croissance en Allemagne à 0,4% après 0,9%, sous l'effet d'une contribution négative de la demande étrangère et de la diminution des investissements dans le secteur de la construction (Encadré I.1), et un raffermissement de la croissance en France à 1,4%, soutenue par les dépenses des ménages et l'investissement. En parallèle, la croissance a ralenti en Espagne à 2,3% après 2,4% et est restée négative en Italie à -0,1%.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité a sensiblement ralenti au deuxième trimestre, revenant à 1,2% après 1,8%, pénalisé notamment par la baisse des stocks et la suspension des investissements par les entreprises en attente de plus de visibilité quant à l'issue de la sortie du pays de l'UE. En revanche, la croissance est ressortie en hausse au Japon de 1% à 1,1%, favorisée par la robustesse de la consommation et des investissements privés.

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

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

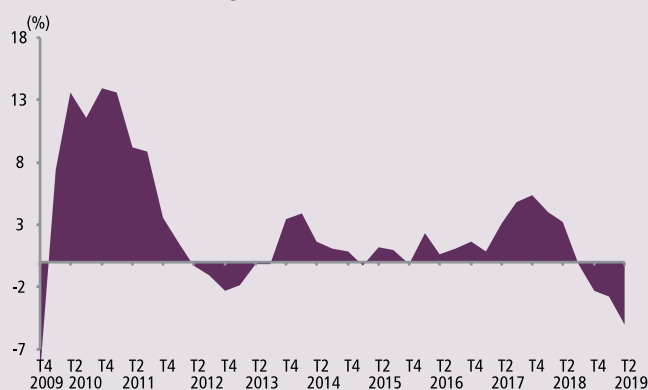
Source : Thomson Reuters.

Encadré 1.1 : L'essoufflement de la croissance en Allemagne

Après une croissance moyenne de 2,2% entre 2010 et 2018, l'économie allemande s'est inscrite dans une tendance à la décélération depuis le deuxième semestre 2018. Au deuxième trimestre 2019, la croissance s'est affaiblie à 0,4% en glissement annuel et à -0,1% en glissement trimestriel. Cette orientation défavorable s'explique notamment par la contraction de la production du secteur industriel entamée au troisième trimestre 2018 et qui a atteint -5% au deuxième trimestre 2019, mais à l'exception notable de l'industrie pharmaceutique.

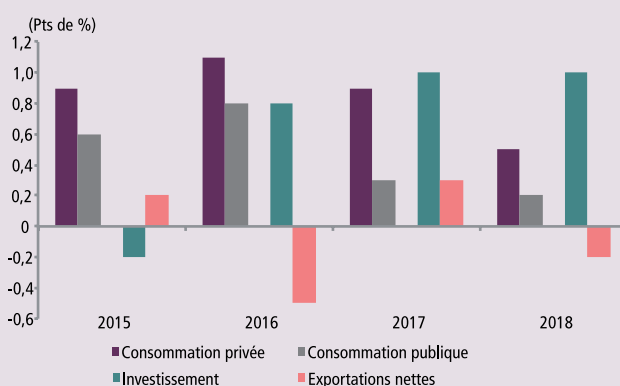
Du côté de la demande, cette évolution s'explique particulièrement par l'affaiblissement de la demande extérieure et les difficultés en matière d'exportation, liées essentiellement aux mesures protectionnistes engagées par les États-Unis, en conflit commercial notamment avec la Chine, à la mise en place des nouvelles normes européennes anti-pollution, ainsi qu'aux incertitudes relatives au Brexit.

Graphique E1.1.1 : Evolution de la production industrielle en glissement annuel

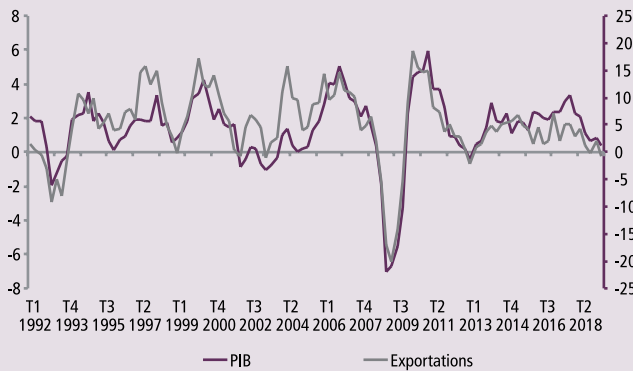


Sources : Datastream et Destatis.

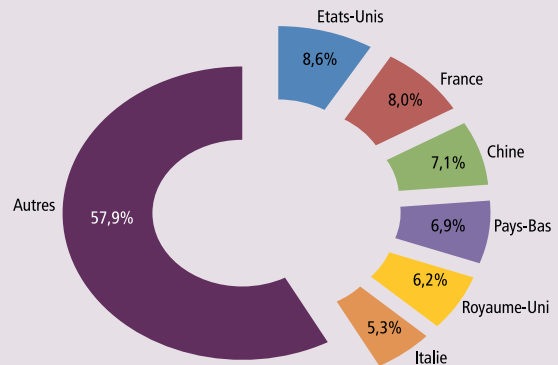
Graphique E1.1.2 : Evolution des contributions à la croissance



Les exportations allemandes vers les États-Unis restent concentrées dans l'automobile, l'industrie pharmaceutique et chimique et les machines et équipements. Jusqu'à présent, les États-Unis ont décalé leur décision de hausse des tarifs douaniers sur l'automobile qui pourrait atteindre 25% en décembre prochain. Cette décision pèserait lourdement sur les exportations et par voie de conséquence sur la croissance. En revanche, l'exposition du secteur automobile allemand vers la Chine est moins élevée que celle des États-Unis avec 0,5% du PIB. Les machines et équipements constituent le deuxième secteur exportateur en Allemagne avec un niveau équivalent à celui de l'industrie automobile. Durant les dernières années, la Chine a largement importé de machines et équipements allemands et cette tendance est amenée à largement s'atténuer avec la mise en place de son programme « Made in China 2025 ». Par rapport au Royaume-Uni, le principal secteur reste l'industrie automobile (0,5% du PIB), mais l'exposition de l'économie allemande à ce pays dépendrait des modalités de sortie de l'UE qui restent incertaines.

Graphique E1.1. 3 : Evolution de la croissance et des exportations en glissement annuel (en %)


Source : Datastream.

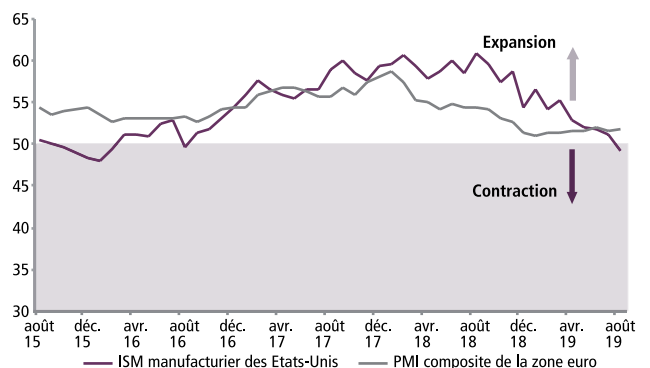
Graphique E1.1. 4 : Exportations allemandes en 2018 par principales destinations


En termes de perspectives, et selon les dernières prévisions du FMI (WEO de juillet), la croissance allemande devrait ralentir davantage revenant de 2,2% en 2017 et de 1,4% en 2018 à 0,7% en 2019, avant de s'affermir à 1,7% en 2020. Ces prévisions ont été légèrement révisées à la baisse par rapport à celles d'avril, en raison d'une demande extérieure plus faible que prévu, ce qui devrait peser également sur l'investissement. Face à ce ralentissement, le FMI estime que les marges budgétaires disponibles peuvent être utilisées par les autorités pour accroître les investissements publics dans le capital physique et humain ou pour réduire les coûts salariaux afin de stimuler la production potentielle et assurer le rééquilibrage externe.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a reculé en Chine à 6,2% après avoir stagné au premier trimestre à 6,4%, impactée essentiellement par le conflit commercial avec les États-Unis et le recul de la demande mondiale. Dans le même sens, la croissance de l'Inde a décéléré significativement à 4,9% au deuxième trimestre après 5,7%, reflétant la contre-performance des secteurs manufacturier et de la construction. En revanche, au Brésil, l'activité économique a enregistré une amélioration avec un redressement de la croissance à 1% après 0,5%, tirée essentiellement par l'orientation favorable des activités agricoles et industrielles. Aussi, la croissance s'est redressée en Russie passant de 0,5% à 0,9%, en lien avec le rebond enregistré au niveau du secteur de l'immobilier et du commerce.

Pour ce qui est des indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro a augmenté à 51,8 points en août, après 51,5 un mois auparavant. Inversement, l'indice ISM manufacturier des

Etats-Unis est ressorti en baisse en août à 49,1 points après 51,2 en juillet.

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


Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux États-Unis, le taux de chômage est resté stable à 3,7% en août, avec des créations d'emplois qui sont ressorties en baisse à 130.000 postes contre 159.000 un mois auparavant. Ce taux est resté également inchangé en juillet à 7,5% dans la zone

euro. Par pays, les évolutions demeurent différenciées avec notamment une stagnation du taux de chômage à 8,5% en France, une légère baisse à 3,0% en Allemagne, une hausse à 9,9% en Italie et un léger recul à 13,9% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données disponibles pour le mois de mai font ressortir une augmentation du taux de chômage à 3,8% après 3,7% un mois auparavant.

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

	2017	2018	2019		
			juin	juillet	août
Etats-Unis	4,4	3,9	3,7	3,7	3,7
Zone euro	9,1	8,2	7,5	7,5	n.d
France	9,4	9,1	8,5	8,5	n.d
Allemagne	3,8	3,4	3,1	3,0	n.d
Italie	11,2	10,6	9,8	9,9	n.d
Espagne	17,2	15,3	14,0	13,9	n.d
Royaume-Uni	4,3	4,0	n.d	n.d	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

Sur les marchés boursiers, les indices des principales économies avancées et émergentes ont globalement évolué à la baisse entre juillet et août, principalement en raison de l'intensification des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine. Ainsi, le Dow Jones a diminué de 3,8%, l'EuroStoxx 50 de 4,3%, le NIKKEI 225 de 4,5% et le FTSE 100 de 4,6%. Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse sensible de la volatilité aussi bien sur les marchés américains qu'européens.

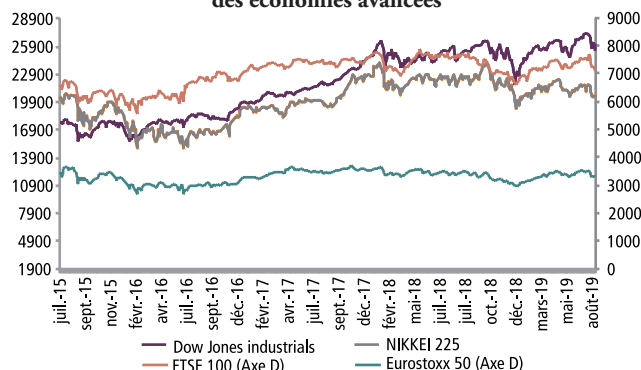
De même, pour les économies émergentes, le MSCI EM a accusé une forte baisse de 7,3%, recouvrant notamment des baisses de 6,2% pour la Chine, de 4,2% pour l'Inde et de 3% pour la Turquie.

Au niveau des marchés obligataires des principaux pays avancés, les rendements souverains ont poursuivi en août leur détente, favorisée par la montée de l'aversion au risque. Ainsi, le taux des bons à 10 ans a reculé à -0,7% pour l'Allemagne, à

-0,3% pour la France, à 0,1% pour l'Espagne et à 1,4% pour l'Italie. Ce taux a également sensiblement baissé pour les bons du Trésor américain, revenant de 2,1% à 1,6% d'un mois à l'autre.

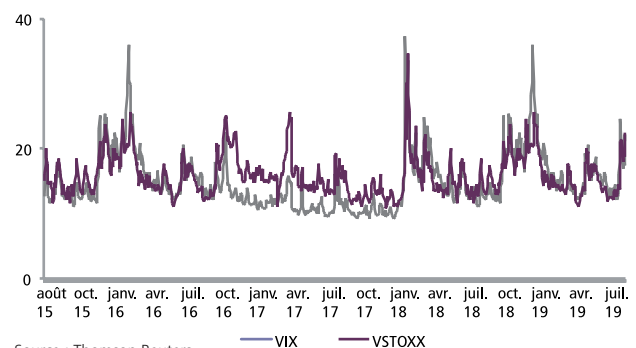
S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement souverain à 10 ans a stagné à 6,5% pour l'Inde, a diminué de 3,2% à 3,1% pour la Chine et de 15,9% à 15,3% pour la Turquie, alors qu'il a augmenté de 6,8% à 6,9% pour le Brésil.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



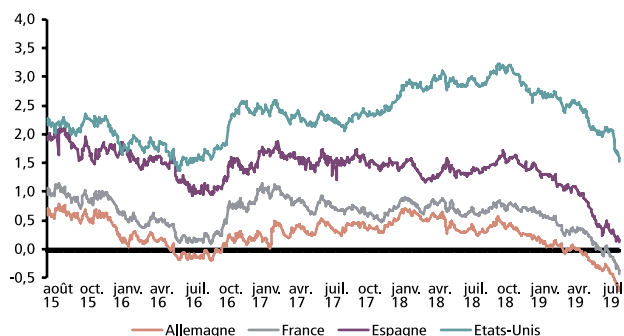
Source : Thomson Reuters.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

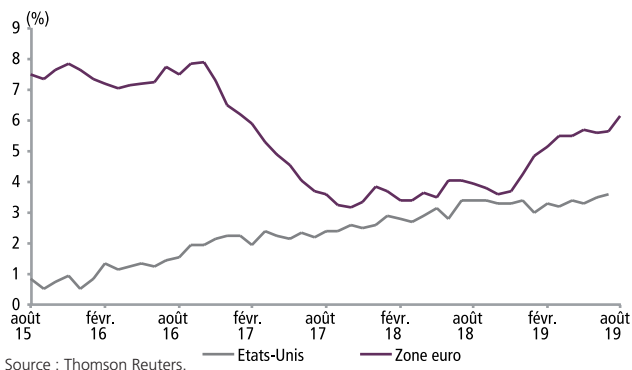
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters.

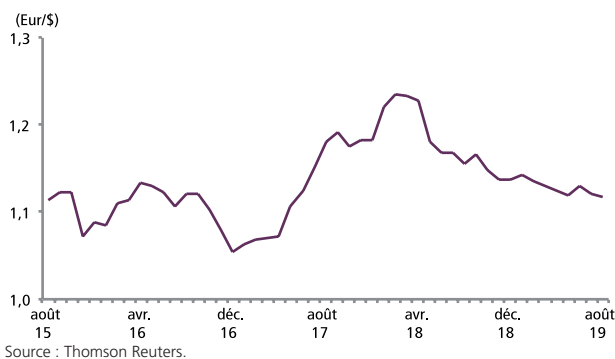
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,4%, alors que le Libor de même maturité a légèrement diminué de 2,3% en juillet à 2,2% en août. Concernant le rythme de croissance du crédit bancaire, il s'est accru aux Etats-Unis à 6,1% en août après 5,6%, et a progressé dans la zone euro à 3,6% en juillet au lieu de 3,5% le mois précédent.

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 en août de 0,8% contre le dollar et de 2,7% vis-à-vis du yen japonais, alors qu'il s'est apprécié de 1,7% contre la livre sterling. Hormis la livre turque qui s'est appréciée de 0,2%, les monnaies des autres principaux pays émergents se sont toutes dépréciées par rapport au dollar, avec des taux de 6,5% pour le real brésilien, de 3,6% pour la roupie indienne et de 2,7% pour le yuan chinois. Ce dernier s'est établi à 7,17 yuans pour un dollar le 28 août, soit son plus bas niveau depuis 11 ans.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion du 17-18 septembre, d'abaisser de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux la ramenant à 1,75%-2%. Elle a précisé que cette action corrobore l'opinion de son Comité selon laquelle les évolutions les plus probables sont une expansion soutenue de l'activité économique, la vigueur des conditions du marché du travail et une inflation proche de l'objectif de 2%, avec toutefois la persistance des incertitudes entourant ces perspectives. Elle a également indiqué qu'elle continuera de surveiller les implications des nouvelles évolutions pour les perspectives économiques et agira de manière appropriée pour soutenir l'expansion économique, un marché du travail vigoureux et une inflation proche de son objectif.

De même, la BCE a décidé, le 12 septembre, de réduire le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base, à -0,50% et de garder inchangés le taux d'intérêt sur les opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal respectivement à 0% et 0,25%. Elle s'attend à ce que ses taux directeurs restent à leurs niveaux actuels ou même inférieurs jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent de manière durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Concernant les mesures non conventionnelles, elle a décidé de relancer les achats nets dans le cadre de son programme d'achat d'actifs (APP) au rythme mensuel de 20 milliards d'euros à compter du 1er novembre. Elle a signalé qu'elle continuera à réinvestir intégralement le principal des paiements effectués sur les titres arrivés à échéance dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux directeurs et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables. Parallèlement, elle a décidé de modifier les modalités de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) afin de préserver des conditions de crédit favorables. Le

taux d'intérêt de chaque opération sera désormais fixé au niveau du taux moyen appliqué dans les opérations principales de refinancement de l'Euro-système sur la maturité de chaque TLTRO. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent un seuil, le taux appliqué dans les opérations de TLTRO III sera inférieur, et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt en vigueur pendant la durée de l'opération. De plus, la maturité des opérations sera prolongée de deux à trois ans.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a maintenu, le 19 septembre, son taux directeur à 0,75%. Elle a précisé que l'incertitude croissante quant à la nature du retrait de l'UE signifie que l'économie pourrait suivre un large éventail de voies au cours des prochaines années. La réaction appropriée de la politique monétaire dépendra des répercussions du Brexit sur la demande, l'offre et le taux de change.

Au niveau des pays émergents, la Banque de Réserve de l'Inde a abaissé le 7 août son taux directeur de 35 points de base à 5,4% tout en indiquant que cette décision contribuerait notamment à atténuer les inquiétudes liées à la croissance en dynamisant la demande. De même, la Banque centrale de Russie a décidé le 06 septembre de réduire son taux directeur de 25 points de base à 7%, tout en précisant que l'inflation a continué de ralentir et que la croissance économique est ressortie plus faible que prévu. La Banque centrale du Brésil a également décidé le 18 septembre d'abaisser son taux directeur de 6% à 5,5%, tout en signalant que les dernières données sur l'activité économique suggèrent une reprise du processus de relance économique et que cette reprise se produira de manière progressive.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Dans un contexte marqué principalement par une escalade du conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine et par des craintes quant à l'affaiblissement de la demande mondiale, les prix du pétrole ont reculé en août, avec en particulier une baisse de celui du Brent de 7,4% en glissement mensuel et de 19% en variation annuelle à 59,3 dollars.

Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen s'est accru de 1,6% d'un mois à l'autre, mais ressortant en net repli de 54,5% en glissement annuel.

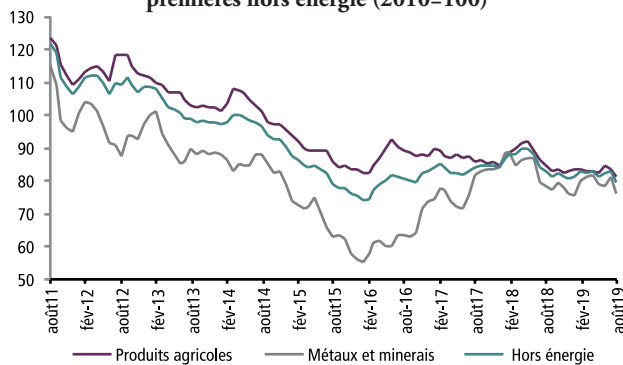
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent (en dollars/le baril)



Source : Banque mondiale.

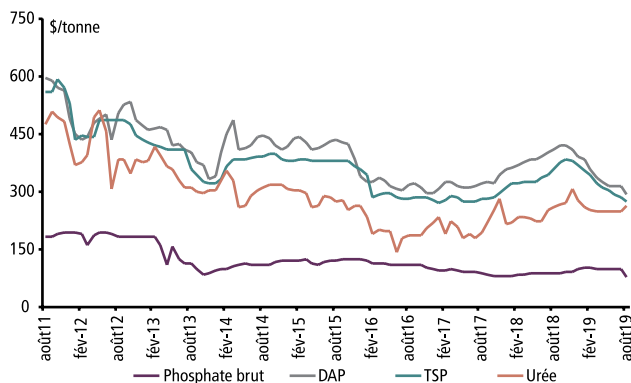
1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Pour ce qui est des prix des matières premières non-énergétiques, ils ont poursuivi en août leur recul ininterrompu depuis un an, avec des baisses en glissement annuel de 2,6% pour les métaux et minerais et de 4,5% pour les produits agricoles. S'agissant du blé dur en particulier, son cours a fléchi de 7,7% d'un mois à l'autre et de 23,4% en glissement annuel, en raison principalement d'une offre confortable.

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


Source : Banque mondiale.

Au niveau du marché des phosphates et dérivés, les cours ont reculé, entre juillet et août, de 20% à 78\$/t pour le phosphate brut, de 7% à 292,9\$/t pour le DAP et de 3,2% à 275\$/t pour le TSP. Quant à l'urée, son prix s'est apprécié de 6,1% à 262,5\$/t alors que celui du chlorure de potassium a stagné à 265,5\$/t. En variation annuelle, les cours ont accusé des replis de 10,9% pour le phosphate brut, de 28,4% pour le DAP et de 23,2% pour le TSP. En revanche, ils ont augmenté de 23,2% pour le chlorure de potassium et de 1% pour l'urée.

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


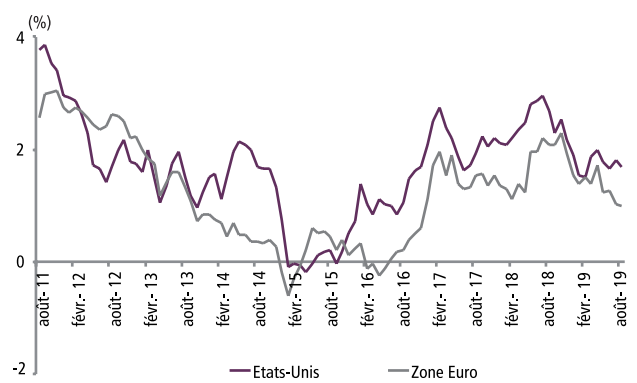
Source : Banque mondiale.

1.3.3 Inflation

Dans la zone euro, l'inflation est restée stable à 1% en août, recouvrant des décélérations de 1,1% à 1% en Allemagne et de 0,6% à 0,4% en Espagne, une stagnation à 1,3% en France ainsi qu'une accélération de 0,3% à 0,5% en Italie.

Pour ce qui est des autres principales économies avancées, elle a ralenti en août de 1,8% à 1,7% aux Etats-Unis, de 2,1% à 1,7% au Royaume-Uni et de 0,6% à 0,3% au Japon.

Au niveau des pays émergents, l'inflation a stagné à 2,8% en août en Chine, a ralenti de 4,6% à 4,3% en Russie et s'est accrue de 3,2% à 3,4% au Brésil et de 3,1% à 3,2% en Inde.

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


Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

	2017	2018	2019		
			juin	juillet	août
Etats-Unis	2,1	2,4	1,6	1,8	1,7
Zone Euro	1,5	1,8	1,3	1,0	1,0
Allemagne	1,7	1,9	1,5	1,1	1,0
France	1,2	2,1	1,4	1,3	1,3
Espagne	2,0	1,7	0,6	0,6	0,4
Italie	1,3	1,2	0,8	0,3	0,5
Royaume-Uni	2,7	2,5	2,0	2,1	1,7
Japon	0,5	1,0	0,7	0,6	0,3

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données des échanges extérieurs à fin juillet 2019 indiquent un creusement du déficit commercial de 5,1 milliards, par rapport à la même période de l'année précédente, pour s'établir à 122,8 milliards de dirhams. Cette évolution résulte d'un accroissement de 10,4 milliards ou 3,7% des importations, plus important que celui de 5,3 milliards ou 3,3% des exportations. Le taux de couverture est ainsi revenu de 58,1% à 57,8%.

En parallèle, les recettes de voyage ont affiché une hausse de 5,8%, tandis que les transferts des MRE ont baissé de 1%. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a accusé un recul de 2,2 milliards, alors que celui des investissements des marocains à l'étranger s'est accru de 3 milliards.

Dans ces conditions et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes de Bank Al-Maghrib se sont établies à 231,8 milliards de dirhams à fin juillet 2019, représentant l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

La hausse des exportations traduit essentiellement celle de 6,5% des produits agricoles et agro-alimentaires à 38,1 milliards, avec des augmentations de 4,8% pour l'industrie alimentaire et 8,1% pour les produits agricoles. De même, les ventes du secteur automobile ont progressé de 2% à 44,3 milliards, reflétant, en grande partie, une amélioration de 6,2% de celles de l'activité de câblage. Les exportations de la construction ont, à l'inverse, reculé de 4,3% à 19,9 milliards. Les ventes de phosphates et dérivées se sont également accrues de 3% pour s'établir à 30 milliards, résultat principalement d'une augmentation de 23,3% des exportations de l'acide phosphorique, avec une hausse de 17,2% de ses expéditions et de 5,2% de son prix à l'export. En revanche, les ventes des engrais et de phosphate brut ont accusé des baisses respectives de 2,5% et 8,8%, sous l'effet principalement des diminutions des quantités. Quant aux exportations du secteur aéronautique, leur dynamique se poursuit avec un accroissement de 11,5% à 9,3 milliards. A l'inverse, les ventes de l'industrie du textile et cuir ont diminué de 1,3% à 22,6 milliards, avec des reculs de 0,7% pour le segment des vêtements confectionnés, de 2,4% pour les articles de bonneterie et de 8,9% pour les chaussures.

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

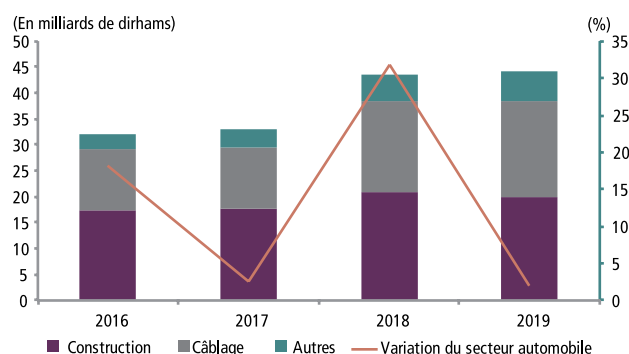
Secteurs/Segments	janv-juil.		Variations	
	2019	2018	En valeur	En %
Exportations	168 294	162 984	5 310	3,3
Phosphates et dérivés	29 998	29 136	862	3,0
Phosphates	4 173	4 578	-405	-8,8
Engrais naturels et chimiques	16 845	17 274	-429	-2,5
Acide phosphorique	8 980	7 284	1 696	23,3
Automobile	44 311	43 448	863	2,0
Construction	19 869	20 766	-897	-4,3
Câblage	18 604	17 523	1 081	6,2
Intérieur véhicules et sièges	2 672	2 546	126	4,9
Agriculture et Agro-alimentaire	38 066	35 730	2 336	6,5
Agriculture, sylviculture, chasse	16 724	15 464	1 260	8,1
Industrie alimentaire	20 176	19 244	932	4,8
Textile et Cuir	22 610	22 907	-297	-1,3
Vêtements confectionnés	14 402	14 508	-106	-0,7
Articles de bonneterie	4 435	4 542	-107	-2,4
Chaussures	1 734	1 903	-169	-8,9
Aéronautique	9 255	8 297	958	11,5
Assemblage	5 176	4 564	612	13,4
EWIS	4 032	3 692	340	9,2
Electronique	5 052	5 112	-60	-1,2
Composants électroniques	2 804	2 593	211	8,1
Electronique de spécialité	2 248	2 521	-273	-10,8
Industrie pharmaceutique	750	768	-18	-2,3
Autres extractions minières	2 481	2 716	-235	-8,7
Autres	15 771	14 870	901	6,1

Source : Office des Changes.

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

	janv.-juil. 2019/ janv.-juil. 2018		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates brut	-8,8	-15,8	8,2
Engrais naturels et chimiques	-2,5	-1,8	-0,7
Acide phosphorique	23,3	17,2	5,2

Source : Office des Changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La progression des importations résulte principalement des hausses de 8,8% à 75,2 milliards de dirhams des acquisitions des biens d'équipement, en lien avec une augmentation de 5,8 milliards des achats d'avions et autres véhicules aériens ou spatiaux, et de 5% à 66,2 milliards des achats des produits finis de consommation. De même, les acquisitions des demi-produits se sont accrues de 5% à 62,4 milliards. Quant à la facture énergétique, elle a diminué de 2,1% à 45 milliards, reflétant essentiellement un repli notable des importations de l'énergie électrique et, dans une moindre mesure, une baisse de 1,6% des achats de gas-oils et fuel-oils avec un recul de 3% des quantités importées et d'un accroissement de 1,5% des prix. Quant aux autres groupements de produits, les achats de produits alimentaires ont reculé de 1,5% à 28,4 milliards et celles des produits bruts de 4% à 13,7 milliards.

Au total, le déficit commercial s'est creusé de 5,1 milliards à 122,8 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est situé à 57,8% après 58,1%.

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

Groupements d'utilisation	janv.-juil. 2019	janv.-juil. 2018	Variations	
			En valeur	En %
Importations CAF	291 124	280 748	10 376	3,7
Produits énergétiques	45 038	45 997	-959	-2,1
Energie électrique	49	1 662	-1 613	-97,1
Gas_oils et fuel_oils	22 532	22 888	-356	-1,6
Essence de pétrole	2 419	2 537	-118	-4,7
Biens d'équipement	75 236	69 137	6 099	8,8
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	7 043	1 262	5 781	-
Machines et appareils divers	7 187	6 166	1 021	16,6
Voitures utilitaires	3 683	2 938	745	25,4
Produits finis de consommation	66 151	63 000	3 151	5,0
Parties et pièces pour voitures de tourisme	10 999	10 351	648	6,3
Tissus et fils de fibres synthétiques	5 193	4 697	496	10,6
Ouvrages divers en matières plastiques	3 577	3 143	434	13,8
Demi produits	62 394	59 404	2 990	5,0
Demi-produits en fer ou en acier	2 323	1 329	994	74,8
Matières plastiques	8 478	7 986	492	6,2
Produits bruts	13 724	14 294	-570	-4,0
Huile d'olive brute ou raffinée	68	308	-240	-77,9
Minerai de cobalt	155	355	-200	-56,3
Produits alimentaires	28 392	28 837	-445	-1,5
Tortillons secs	2 985	3 327	-342	-10,3
Légumes à cosse secs	214	511	-297	-58,1

Source : Office des Changes.

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

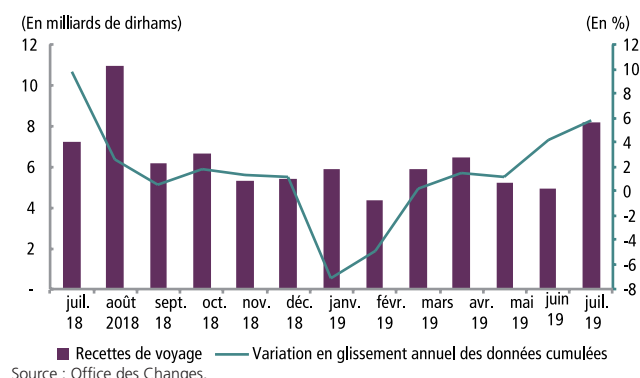
	janv.-juil. 2019/janv.-juil. 2018		
	Valeur	Quantité	Prix
Gas-oils et fuel-oils	-1,6	-3,0	1,5
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	1,5	5,0	-3,3
Energie électrique	-97,1	-	-
Houilles; cokes et combustibles solides similaires	15,3	19,2	-3,2

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant des services, les exportations ont augmenté de 2% à 101,6 milliards, traduisant, en grande partie, une hausse de 5,8% des recettes de voyage à 40,9 milliards.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage



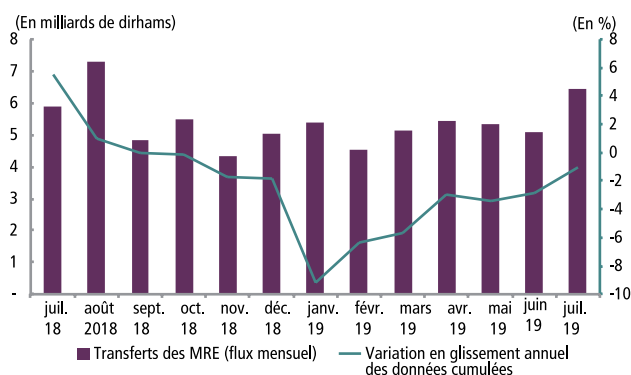
Source : Office des Changes.

En parallèle, les importations ont diminué de 5,9% à 53,5 milliards. En particulier, les dépenses de voyage ont augmenté de 6,7% à 11,4 milliards, tandis que celles au titre des services de transport ont reculé de 3% à 22,3 milliards.

Le solde excédentaire de la balance des services est ressorti ainsi à 48,1 milliards, en accroissement de 12,5% par rapport à la même période de l'année précédente.

Concernant les transferts des MRE, ils ont baissé de 1% à 37,4 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE



Source : Office des Changes.

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

	2019	2018	Variations	
			en valeur	en %
Importations	53 536	56 868	-3 332	-5,9
Voyages	11 435	10 714	721	6,7
Services de transport	22 349	23 037	-688	-3,0
Exportations	101 644	99 647	1 997	2,0
Voyages	40 948	38 703	2 245	5,8
Services de transport	19 147	19 997	-850	-4,3
Solde	48 108	42 779	5 329	12,5

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Au niveau des principales opérations financières, le flux net des IDE a diminué de 2,1 milliards de dirhams à 10,5 milliards, résultat d'un recul de 963 millions des recettes et d'une hausse de 1,2 milliard des cessions. Quant aux flux des investissements directs des marocains à l'étranger, il a atteint 5,6 milliards après 2,7 milliards sur la même période de l'année précédente, sous l'effet d'une augmentation de 3 milliards de ces investissements.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 231,8 milliards à fin juillet 2019, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

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

	janv-juil. 2019	janv-juil. 2018	Variations	
			en valeur	en %
Investissements directs étrangers	10 537	12 719	-2 182	-17,2
Recettes	19 397	20 360	-963	-4,7
Dépenses	8 860	7 641	1 219	16,0
Investissements des marocains à l'étranger	5 645	2 673	2 972	-
Recettes	994	1 007	-13	-1,3
Dépenses	6 639	3 680	2 959	80,4

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre 2019, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif et une baisse du taux débiteur. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son rythme d'accroissement s'est stabilisé à 3,7%, recouvrant une amélioration des prêts accordés aux entreprises privées et aux ménages et une baisse des concours aux entreprises publiques. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, la progression des créances nettes sur l'administration centrale a ralenti de 14,7% à 9,8% et les réserves internationales nettes ont augmenté de 2,4% après une diminution de 3,1% observée un trimestre auparavant. Au total, le taux d'accroissement de la masse monétaire est resté inchangé à 4,2% au deuxième trimestre 2019.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ont de nouveau diminué, en glissement trimestriel, de 0,6% au deuxième trimestre 2019. Cette évolution a concerné toutes les catégories d'actifs avec des taux de 0,4% pour le résidentiel, de 0,8% pour le foncier et 1,5% pour les biens à usage professionnel. Concernant le nombre de transactions, il a affiché un repli de 7,3% après celui de 12,3% le trimestre précédent. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 3,4% au deuxième trimestre 2019 après une baisse de 4%, et le volume des échanges a atteint 24,2 milliards après 11,8 milliards.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Durant le deuxième trimestre 2019, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 75,1 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, sous l'effet de l'augmentation de la circulation fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a relevé le montant de ses injections à 76 milliards, dont 73,3 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 2,7 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Elle a procédé également à une opération d'avances à 24 heures pour un montant de 2 milliards de dirhams.

Les dernières données disponibles indiquent que le déficit de liquidité s'est creusé à 78,6 milliards en juillet et à 95,5 milliards en août. Le volume des injections est ainsi passé à 77,7 milliards puis à 97,1 milliards durant les deux mois avec 3 opérations d'avances à 24 heures dont la plus importante a atteint 4,8 milliards au 9 août.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté très proche du taux directeur au cours du deuxième trimestre et en juillet avant de connaître une hausse à 2,44% en août. Sur le marché des bons du Trésor, les

taux ont significativement reculé au deuxième trimestre pour les maturités longues aussi bien sur le marché primaire que secondaire et se sont quasiment stabilisés pour l'ensemble des maturités en juillet et août.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

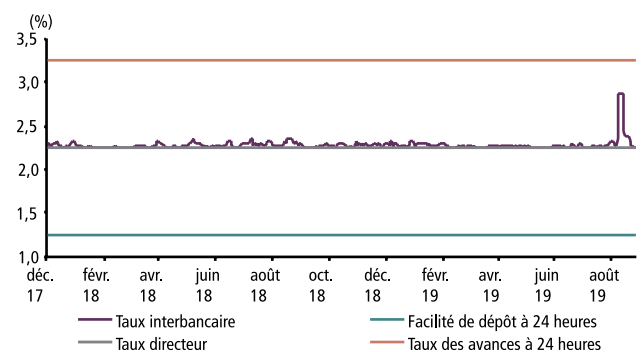
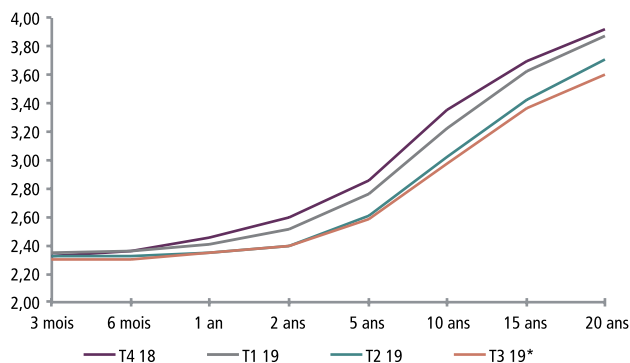


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2017			2018			2019			août
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
52 semaines	2,26	2,36	2,29	2,35	2,31	2,42	2,45	2,37	2,31	2,33
2 ans	2,41	2,49	2,44	2,53	2,49	2,58	2,60	2,51	2,39	2,38
5 ans	2,78	2,83	2,77	2,80	2,77	2,82	2,86	2,77	2,60	2,60
10 ans	3,27	3,32	3,28	3,28	3,24	3,28	3,34	3,19	3,02	2,97
15 ans	3,87	3,87	3,71	3,68	3,68	3,70	3,74	3,64	3,42	3,40

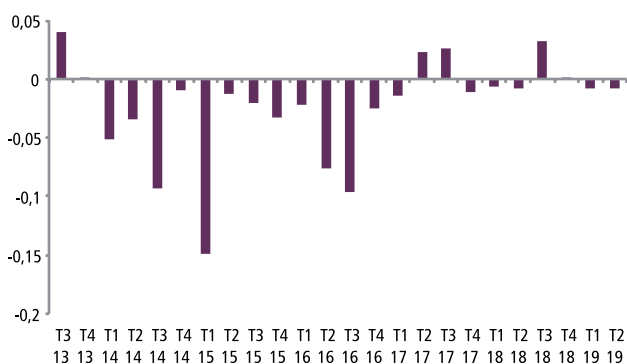
Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire



* Moyenne observée en juillet et août.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont enregistré globalement une hausse au cours du deuxième trimestre 2019. Les taux créditeurs ont diminué de 10 points de base à 2,68% pour les dépôts à 6 mois et de 6 points à 3% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques est demeuré quasi-stable au deuxième trimestre 2019.

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



S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre 2019 font ressortir une baisse de 4 points de base du taux moyen global à 4,98%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises privées ont accusé un repli de 7 points de base qui a concerné l'ensemble des catégories du crédit. Par taille d'entreprises privées, les taux ont reculé

de 15 points de base pour les grandes entreprises et de 33 points pour les TPME. Concernant les taux appliqués sur les crédits aux particuliers, ils ont connu une diminution de 44 points de base, traduisant des baisses de 52 points des taux des prêts à l'habitat et de 3 points de ceux à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2018				2019	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	5,25	5,17	5,10	5,09	5,02	4,98
Particuliers	5,93	5,92	5,9	5,83	5,78	5,34
Crédits immobiliers	4,93	4,91	4,88	4,89	4,70	4,18
Crédits à la consommation	6,76	6,84	6,61	6,84	6,74	6,71
Entreprises	4,98	4,89	4,85	4,90	4,78	4,85
Crédits de trésorerie	4,96	4,78	4,70	4,81	4,72	4,70
Crédits à l'équipement	4,84	4,94	4,86	4,86	4,48	5,07
Crédits immobiliers	5,20	5,72	5,71	5,91	5,59	5,46
Entrepreneurs individuels	5,99	6,32	6,46	6,39	6,28	6,64

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

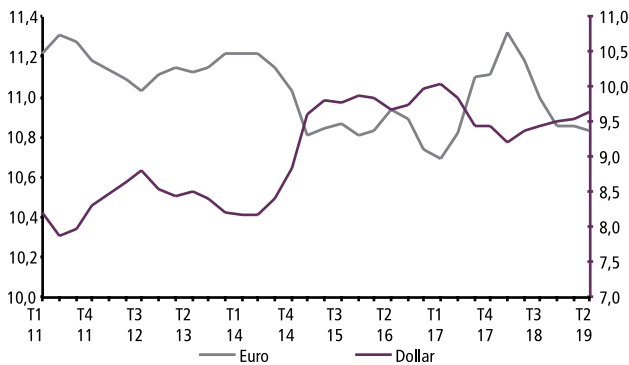
	2017			2018			2019		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
6 mois	2,8	2,81	2,80	2,79	2,78	2,80	2,71	2,78	2,68
12 mois	3,1	3,09	3,10	3,15	3,10	3,07	3,04	3,06	3,00

3.1.2 Taux de change

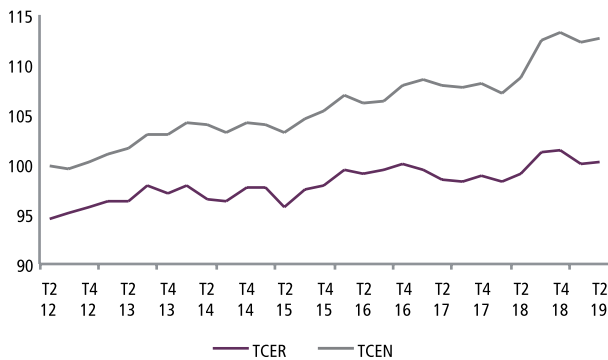
Au cours du deuxième trimestre 2019, l'euro s'est déprécié de 1,1% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,79% par rapport au dollar et s'est appréciée de 0,25% vis-à-vis de l'euro. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 8,7% par rapport à la livre turque, de 3,1% vis-à-vis du réal brésilien et de 0,5% contre le yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 0,4% en termes nominaux et de 0,3% en termes réels.

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

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



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



Sources : Calcul de BAM et du FMI.

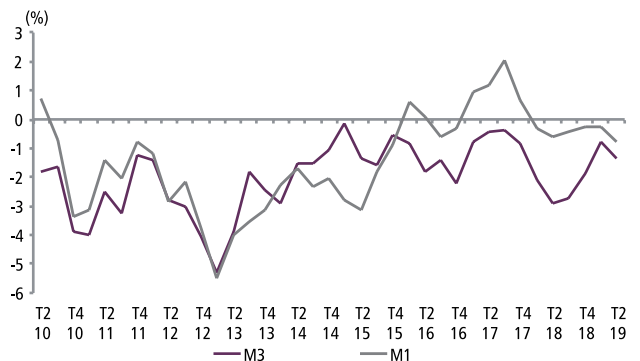
Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au deuxième trimestre 2019 des hausses de 6,6% pour les ventes à 24 milliards de dirhams et de 15,5% à 24,7 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont augmenté de 26,7% à 13,3 milliards tandis que les ventes à terme ont reculé de 32,8% à 1,6 milliard. Durant cette période, Bank Al-Maghrib n'a réalisé aucune opération d'achats ou de ventes de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie négative à 6,3 milliards de dirhams à fin juin 2019, contre un solde positif de 4,6 milliards à fin mars 2019. Les derniers chiffres font ressortir une position négative de 6,8 milliards à fin juillet avant de devenir positive à 3,5 milliards à fin août.

3.1.3 Situation monétaire

Le taux d'accroissement de l'agrégat M3 est resté inchangé à 4,2% au deuxième trimestre 2019. L'analyse de l'évolution de ses composantes fait ressortir une stabilité à 3,4% du rythme de la croissance des dépôts à vue, avec notamment une légère accélération de 3,5% à 3,6% pour ceux des ménages et un ralentissement de 2,4% à 1,8% pour ceux des entreprises privées. Parallèlement, les dépôts à terme se sont inscrits en décélération de 4,6% à 1,3%, suite essentiellement au fort ralentissement de la croissance des dépôts des entreprises publiques de 90,6% à 40,5% et à la baisse de 0,4%, après une hausse de 3,3% de ceux des entreprises privées. Concernant les autres composantes, la monnaie fiduciaire a vu son rythme de progression s'accélérer de 7,7% à 7,9% et les dépôts en devises de 1,5% à 3,1%.

Par principale contrepartie, l'évolution de M3 recouvre une hausse de 2,4%, après une diminution de 3,1% des réserves internationales nettes, une accélération de 4,2% à 4,5% du crédit bancaire, ainsi qu'un ralentissement de 14,7% à 9,8% de la progression des créances nettes sur l'administration centrale.

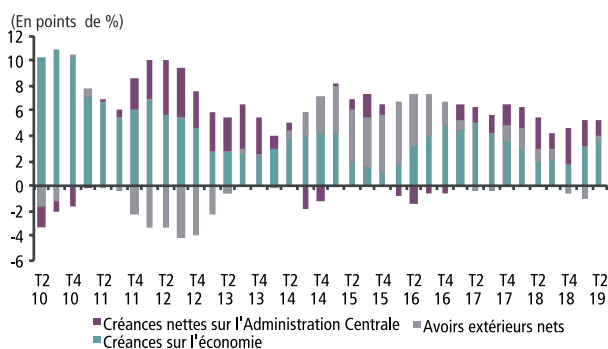
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



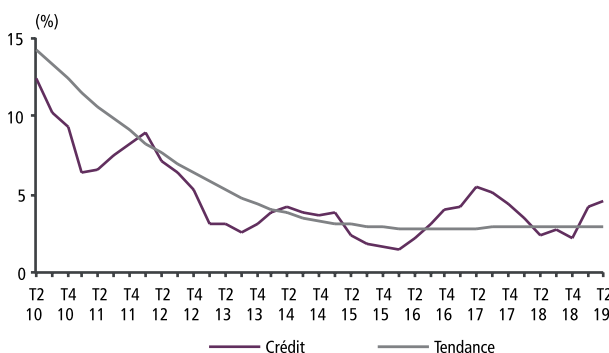
¹ : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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



Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son taux d'accroissement est resté stable à 3,7% au deuxième trimestre 2019. Cette évolution recouvre une amélioration du rythme de progression des prêts accordés aux entreprises privées et aux ménages et une baisse des concours aux entreprises publiques après une hausse un trimestre auparavant.

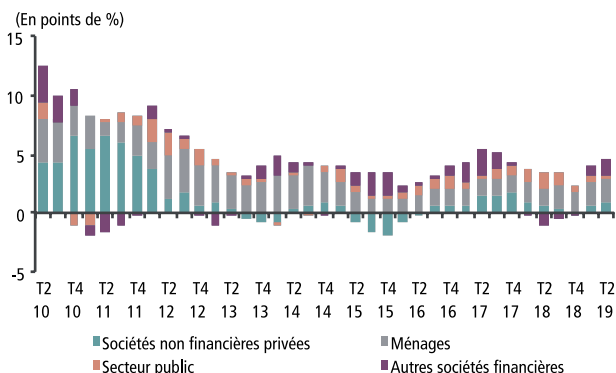
Ainsi, les crédits aux entreprises privées se sont accrûs de 2,2% après 1,4% le trimestre précédent, traduisant l'augmentation des facilités de trésorerie de 5,9% contre 5,6%, l'atténuation de la baisse des prêts à l'équipement de 1,3% à 1% et un accroissement de ceux destinés à la promotion immobilière de 0,6% après une baisse de 4,5%. En revanche, les concours accordés aux entreprises publiques ont diminué de 1,1% après une hausse de 4,8%, résultat d'un repli de 1,1% des prêts à l'équipement après une hausse de 3,4% et un ralentissement de 17,4% à 6% des facilités de trésoreries.

En ce qui concerne les crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont enregistré une progression de 5,8% après 3,6%. Cette évolution reflète une accélération de 6,3% à 12,4% des prêts à l'équipement. A l'inverse, le rythme de croissance des facilités de trésorerie est revenu de 17,7% à 14,8% et les crédits à la promotion immobilière ont baissé de 14,9% après une légère hausse de 0,1%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de juin 2019 font ressortir une décélération du rythme de croissance des crédits de 4,1% à 2,9% pour la branche « transports et communications », et des replis de 2,8% et de 8,1% respectivement pour les « industries alimentaires et tabac » et les « industries extractives » après des hausses de 7% et de 6,9%. En revanche, les prêts accordés aux branches « bâtiment et travaux publics » et « électricité, gaz et eau » ont connu une atténuation de leurs reculs de 1% à 0,5% et de 14,7% à 13% respectivement. En parallèle, les crédits destinés aux « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » et « agriculture et pêche » ont augmenté de 8,1% et de 15% après des progressions de 4,3% et 12,3% un trimestre auparavant.

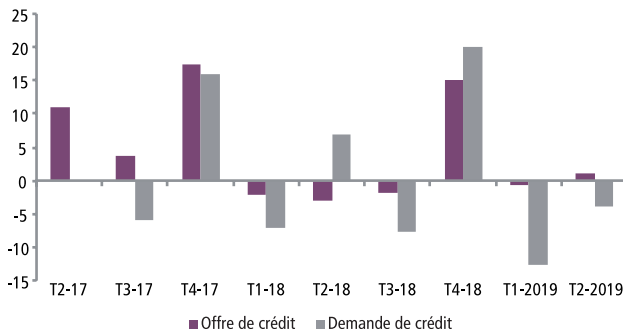
S'agissant des prêts aux particuliers, leur progression s'est stabilisée à 6,1%, avec notamment une décélération du rythme de 6,3% à 5,9% pour les crédits à l'habitat et de 6% à 5% de celui des crédits à la consommation.

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



Quant aux créances en souffrance, elles ont augmenté de 4,8% au deuxième trimestre 2019 et leur ratio au crédit bancaire est demeuré inchangé à 7,7%. Cette évolution reflète une hausse de 12,5% de celles des ménages et de 1% de celles des entreprises non financières privées.

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

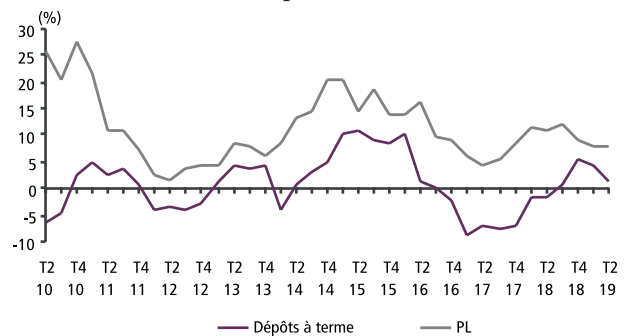


Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont progressé de 5,9% à fin juin. Cette évolution traduit des hausses de 4,9% des crédits accordés par les sociétés de financement et de 2,3% des associations de microcrédit, ceux distribués par les banques offshore ayant baissé de 16,9%.

Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet 2019 font ressortir une accélération du crédit bancaire à 5,1%. En particulier, les prêts destinés au secteur non financier ont vu leur progression se stabiliser à 3,7%, recouvrant une accentuation de la baisse des concours aux entreprises publiques, un ralentissement des crédits aux ménages ainsi qu'une accélération de ceux aux entreprises privées.

Concernant les agrégats de placements liquides, leur progression est restée quasi-stable à 7,9% au deuxième trimestre 2019. Cette évolution recouvre une accélération du rythme de croissance des bons du Trésor de 6,4% à 7,2%, une décélération de celui des titres des OPCVM obligataires de 14,2% à 11,9%, ainsi qu'une accentuation de la baisse des titres des OPCVM actions et diversifiés de 11,1% à 11,5%.

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



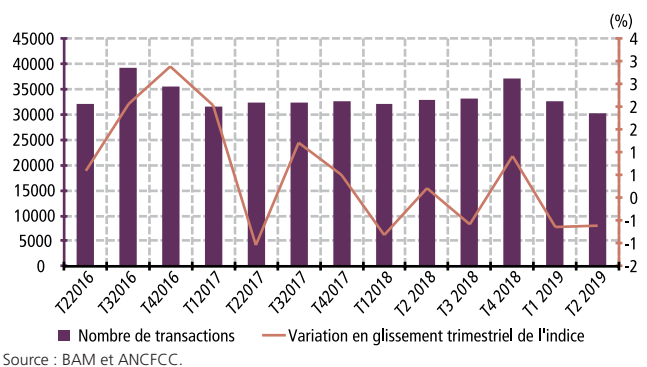
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2019, l'indice des prix des actifs immobiliers a affiché une nouvelle diminution de 0,6%. Cette baisse a concerné l'ensemble des catégories de biens, avec des taux de 0,4% pour le résidentiel, de 0,8% pour le foncier et de 1,5% pour les biens à usage professionnel. De même, et après un repli trimestriel de 12,3% au T1-2019, le nombre de transactions s'est contracté de 7,3%, reflétant des replis de 3% pour le résidentiel, de 19,3% pour les terrains et de 15% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau des principales villes, les prix ont enregistré des augmentations trimestrielles de 2,3% à El Jadida, de 1,4% à Casablanca et de 1,1% à Oujda, alors que les baisses ont varié de 1,2% à Fès et Meknès à 1,9% à Tanger. Pour ce qui est du nombre des transactions, il a diminué dans la majorité des grandes villes, à l'exclusion de Marrakech et Casablanca où il a augmenté de 7,6% et de 1,5% respectivement.

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



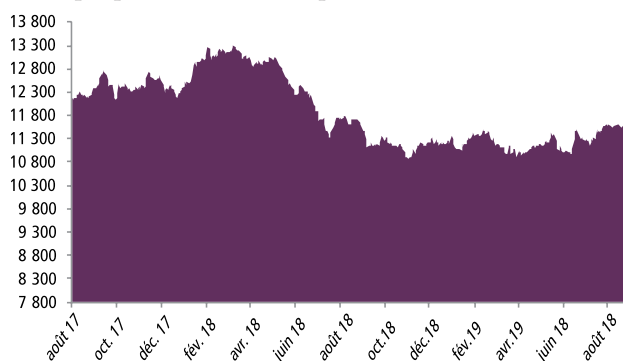
Source : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

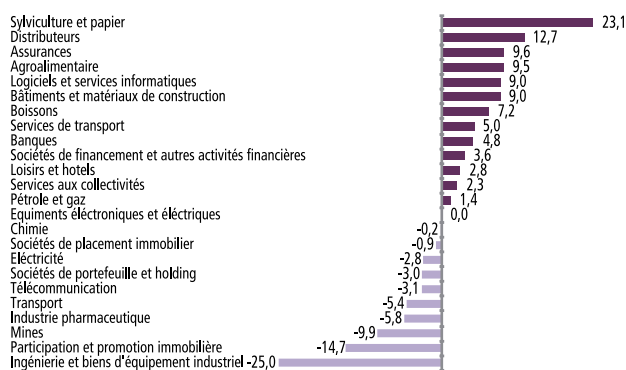
Après une baisse de 4% au premier trimestre, le MASI s'est apprécié de 3,4%, ramenant sa contreperformance depuis le début de l'année à 0,7%. Cette évolution traduit principalement des progressions des indices sectoriels de l'« agroalimentaire » de 9,5%, des « bâtiments et matériaux de construction » de 9% et des « banques » de 4,8%. A l'inverse, ceux relatifs à la « participation et promotion immobilière » et aux « télécommunications » ont baissé de 14,7% et de 3,1% respectivement.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca

Concernant le volume des transactions, il s'est chiffré à 24,2 milliards de dirhams au deuxième trimestre, après 11,8 milliards un trimestre auparavant. Sur le marché central, le chiffre d'affaires est passé de 5,1 milliards

à 9,6 milliards et celui relatif aux échanges de blocs a atteint 9,2 milliards après 3,8 milliards. Pour ce qui est des augmentations de capital, elles ont atteint près de 5 milliards de dirhams, réalisées principalement par le secteur bancaire.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 3,8% pour atteindre 583,1 milliards de dirhams.

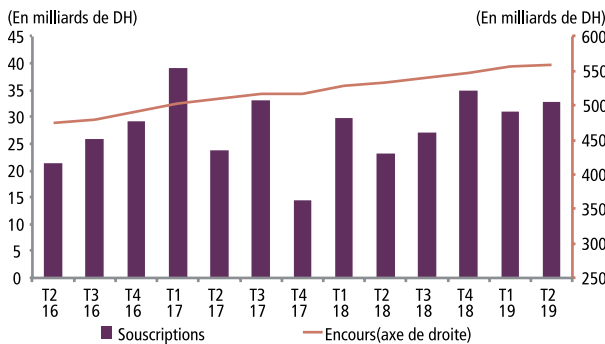
La progression du MASI s'est poursuivie en juillet et en août avec des taux respectifs de 2,9% et 0,8%, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 3,1%. Pour ce qui est du volume des échanges, il a totalisé 11,3 milliards durant ces deux mois, et la capitalisation boursière s'est accrue de 3,4% par rapport à fin décembre 2018 pour atteindre 601,9 milliards.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont chiffrées à 32,7 milliards de dirhams au deuxième trimestre, en progression de 1,7 milliard en variation trimestrielle et de 9,5 milliards en glissement annuel. Elles ont porté à hauteur de 57% sur des maturités longues et de 36% sur celles moyennes.

Durant les mois de juillet et août, les émissions du Trésor ont atteint 11 milliards de dirhams et ont concerné pour 46% les maturités moyennes et pour 38% celles longues. Tenant compte d'un montant des remboursements de 3,6 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 562,5 milliards à fin août, en progression de 3% par rapport à fin décembre 2018.

Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor



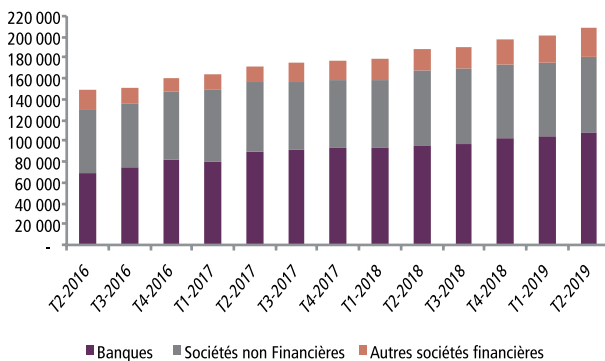
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont totalisé un montant de 22,2 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2019 contre 14 milliards le trimestre précédent. Les levées des banques ont atteint 16,1 milliards après 10,1 milliards et celles des entreprises non financières ont progressé de 1,7 milliard à 3,5 milliards.

En juillet et août, le montant des émissions s’est établi à 11,2 milliards, portant le montant réalisé depuis le début de l’année à 47,4 milliards, en progression de 6,2% par rapport à la même période de l’année précédente. Tenant compte des remboursements, l’encours de la dette privée a progressé de 5,8% depuis le début de l’année pour atteindre 209,2 milliards de dirhams.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d’OPCVM

Au cours du deuxième trimestre de l’année, les souscriptions aux titres d’OPCVM ont diminué d’un trimestre à l’autre de 25,4% à 186,9 milliards et les rachats ont baissé de 19% à 193,2 milliards. Il en ressort une décollecte nette de 6,3 milliards, qui a concerné les fonds « monétaires », « diversifiés » et « obligataires ». S’agissant des performances, elles se sont établies à 4,2% pour les OPCVM « actions », à 1,5% pour l’ « obligataire à moyen et long termes », à 0,8% pour l’ « obligataire à court terme » et à 0,6% pour les « monétaires ».

Dans ces conditions, l’actif net des OPCVM n’a pas connu de variation significative d’un trimestre à l’autre, s’établissant à 451,2 milliards. Cette stagnation recouvre essentiellement des accroissements de 6,9% pour les fonds « actions » et de 1,1% pour ceux « obligataires à moyen et long termes » ainsi que des diminutions respectives de 5,7% et de 0,8% pour les OPCVM « monétaires » et « obligataires à court terme ».

Les données arrêtés au 23 d’août indiquent une hausse de l’actif net des OPCVM de 4,8% depuis le début de l’année à 455,9 milliards de dirhams, recouvrant particulièrement une hausse de 12% à 35,5 milliards pour les OPCVM « actions », de 6,4% à 259,7 milliards pour ceux « obligataires à moyen et long termes » et de 4,8% à 70,7 milliards pour ceux « obligataires à court terme ». Les actifs nets des OPCVM « monétaires » et « diversifiés » ont reculé, pour leurs parts, de 4,1% et de 1,9% à 58,4 milliards et 27,3 milliards respectivement. Cette évolution résulte d’une collecte nette de 6,9 milliards et de performances positives de l’ensemble des catégories des OPCVM, particulièrement celle de 7,9% des fonds « actions ».

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au terme des huit premiers mois de 2019, l'exécution budgétaire fait ressortir un déficit budgétaire, hors privatisation, de 34,9 milliards, en aggravation de 5,8 milliards comparativement à la même période de 2018. Les dépenses globales se sont alourdies de 5,4%, tirées particulièrement par la hausse des dépenses de biens et services. Ces dernières ont atteint 118,3 milliards, en augmentation de 6,7%, consécutivement à l'accroissement de 12,3% des charges au titre des autres biens et services et de 3,6% de la masse salariale. De même, les dépenses d'investissement ont progressé de 4,9%, affichant un taux d'exécution de 71,2%, alors que la charge de compensation et les transferts aux collectivités territoriales ont été en diminution. En regard, les recettes ordinaires hors privatisation se sont améliorées de 3,4%, reflétant une hausse de 2,2% des recettes fiscales et de 21,3% de celles non fiscales.

Le stock des dépenses en instance de paiement a été réduit de 9,7 milliards, ce qui a porté le déficit de caisse, hors privatisation, à 44,6 milliards contre 34,6 milliards à fin août 2018. Ce besoin a été financé par des ressources intérieures d'un montant net de 35,3 milliards, dont 16,3 milliards levés sur le marché des adjudications contre 22,4 milliards un an auparavant, par une recette de privatisation de 4,4 milliards et par des concours extérieurs nets de 4,8 milliards. Dans ces conditions, la dette publique directe aurait augmenté de 2,7% en comparaison avec son niveau à fin décembre 2018. Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent favorables, les taux moyens appliqués sur le marché primaire ayant été globalement en baisse durant les huit premiers mois de l'année 2019 comparativement à la même période en 2018.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2019 a connu une progression de 3,4% des recettes ordinaires, hors privatisation, comparativement à la même période en 2018. Cette évolution reflète un accroissement de 2,2% des recettes fiscales à 155,2 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 63,1%, et de 21,3% de celles non fiscales à 13 milliards.

Les impôts directs ont procuré un montant de 61,2 milliards, en hausse de 5%, résultat principalement de l'encaissement de 2 milliards au titre de la contribution sociale de solidarité sur les bénéfices¹, de l'augmentation de 5,6% à 29,6 milliards du produit de l'IR et de la baisse de 1,8% à 28,2 milliards de celui de l'IS. L'accroissement des rentrées de l'IR recouvre notamment une baisse de 16,9% à 2,2 milliards de l'IR sur les profits immobiliers et une hausse de 1,7% à 5,8 milliards pour celui sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel.

Pour leur part, les impôts indirects n'ont enregistré qu'une légère hausse de 0,7% à 76,5 milliards, recouvrant une diminution de 1,3% à 56,9 milliards des recettes de la TVA et une progression de 7% à 19,6 milliards de celles de la TIC. Le recul des rentrées de la TVA découle de celui de 8,5% de la TVA intérieure qui n'a été que partiellement contrebalancée par l'augmentation de 3% à 37,3 milliards de celles de la TVA à l'importation. L'évolution de la TVA intérieure a été impactée par la hausse des remboursements qui ont atteint 7,4 milliards contre 3,7 milliards un an auparavant. Quant aux recettes de la TIC, leur raffermissement est lié principalement à l'accroissement de 5,8% à 11 milliards des recettes de la TIC sur les produits énergétiques et de 8,3% à 7,4 milliards pour celle sur les tabacs manufacturés.

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

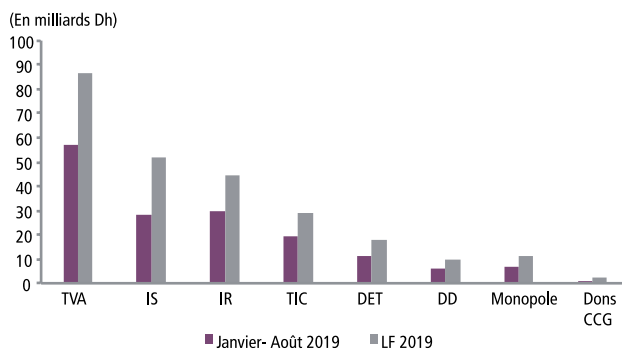
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)

	Janv. août 2018	Janv. août 2019	Var en %	LF 2019	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	164,6	170,2	3,4	268,0	63,5
Recettes fiscales	151,9	155,2	2,2	246,0	63,1
- Impôts directs	58,3	61,2	5,0	102,7	59,6
Dont I.S	28,7	28,2	-1,8	52,0	54,2
I.R	28,0	29,6	5,6	44,6	66,4
- Impôts indirects	75,9	76,5	0,7	115,8	66,0
TVA*	57,6	56,9	-1,3	86,7	65,6
TIC	18,3	19,6	7,0	29,1	67,3
- Droits de douane	6,5	6,2	-3,7	9,4	66,2
- Enregistrement & timbre	11,1	11,3	1,1	18,0	62,5
Recettes non fiscales	10,7	13,0	21,3	18,7	69,3
- Monopoles	5,3	6,7	26,8	11,5	58,3
- Autres recettes	5,4	6,3	15,9	7,3	86,7
dont Dons CCG	0,7	0,9	29,4	2,0	44,5
Recettes des CST	2,0	2,0	-0,2	3,3	59,5

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

Pour ce qui est des droits de douane, ils ont drainé 6,2 milliards de dirhams de recettes, en repli de 3,7%, alors que celles générées par les droits d'enregistrement et de timbre ont augmenté de 1,1% à 11,3 milliards.

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



Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.
Note :
-TVA : Taxe sur la valeur ajoutée - IS : Impôt sur les sociétés
- IR : Impôt sur le revenu -TIC : Taxe intérieure de consommation
- DET : Droits d'enregistrement et de timbre - DD : Droits de douane

Les recettes non fiscales, hors privatisation, ont connu un accroissement de 21,3% à 13 milliards, attribuable notamment aux recettes en atténuation de dépenses de la dette qui sont passées de 479 millions à

1,8 milliard, aux encaissements des dons des pays du CCG qui ont atteint 889 millions contre 687 millions un an auparavant et à la hausse de 26,8% des recettes de monopoles à 6,7 milliards. Sur ce total, 2 milliards de dirhams proviennent de l'OCP, 1,5 milliard de Maroc Télécom, 1,3 milliard de l'ANCFCC et 711 millions de Bank Al-Maghrib. En revanche, les redevances du gazoduc ont connu une baisse de 42% à 699 millions.

4.2 Dépenses

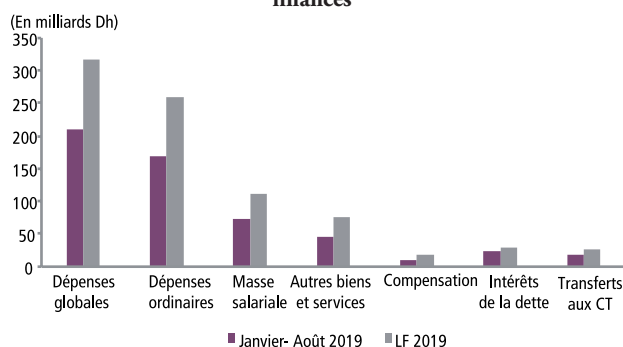
Au terme des huit premiers mois de l'année 2019, les dépenses ordinaires se sont situées à 168,8 milliards, en augmentation de 5,5%, tirée principalement par celle de 6,7% à 118,3 milliards des dépenses de biens et services. En effet, celles au titre des autres biens et services ont progressé de 12,3% à 45,1 milliards, incorporant des augmentations de 14% à 17,9 milliards des transferts aux établissements et entreprises publics, de 12,4% à 10,9 milliards des versements à la Caisse Marocaine des Retraites et de 37,5% à 2,2 milliards de ceux au profit des comptes spéciaux du Trésor. Quant à la masse salariale, elle s'est accrue de 3,6% à 73,2 milliards, avec une hausse de 2,3% de la composante structurelle et de 33,7% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

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

	Janv. août 2018	Janv. août 2019	Var. en %	LF 2019	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	199,1	209,8	5,4	317,4	66,1
Dépenses ordinaires	160,0	168,8	5,5	259,8	65,0
Biens et services	110,9	118,3	6,7	186,7	63,4
Personnel	70,7	73,2	3,6	112,2	65,2
Autres biens et services	40,2	45,1	12,3	74,6	60,5
Intérêts de la dette	20,7	23,1	11,8	28,7	80,6
Compensation	11,2	10,3	-7,6	18,4	56,1
Transferts aux CT	17,3	17,1	-1,3	26,0	65,6
Investissement	39,1	41,0	4,9	57,6	71,2

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

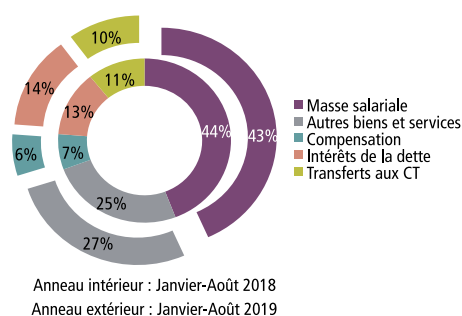
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette se sont alourdies de 11,8% à 23,1 milliards, consécutivement à la hausse de 13,2% à 20,9 milliards des intérêts sur la dette intérieure, tandis que ceux sur la dette extérieure ont stagné à 2,2 milliards.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



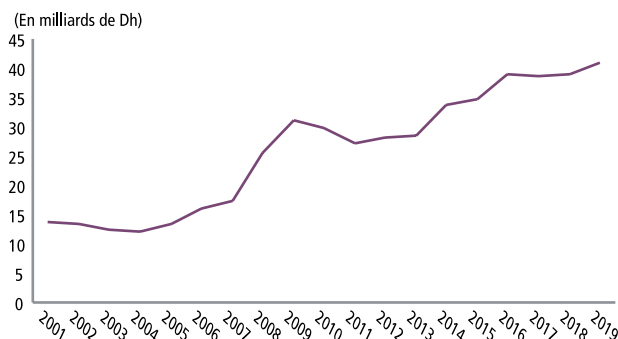
Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Quant à la charge de compensation, elle s'est repliée de 7,6% à 10,3 milliards. Les données de la Caisse de Compensation arrêtées à fin juillet 2019 indiquent un allègement de la charge relative au gaz butane de 10,1% à 6 milliards et une progression de celle du sucre de 1,4% à 2,1 milliard. Le cours moyen du gaz butane sur le marché international a reculé de 20,4% à 414,4 dollars la tonne au cours des huit premiers mois de l'année, et celui du sucre a augmenté de 1% à 294,3 dollars la tonne.

Exécutées à hauteur de 71,2% par rapport aux prévisions d'émission, les dépenses d'investissement se sont accrues de 4,9% à 41 milliards, recouvrant

une hausse de 18,6% à 16,7 milliards des charges communes et une baisse de 1,2% à 23,8 milliards des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août

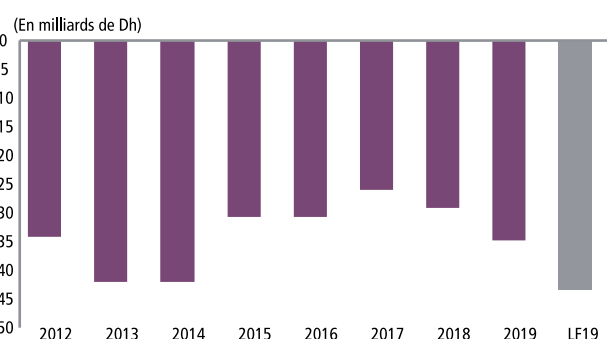


Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte d'une baisse de 11,8% à 4,8 milliards de l'excédent des comptes spéciaux du Trésor et de l'évolution des recettes et des dépenses à fin août 2019, l'exécution budgétaire fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 34,9 milliards, en creusement de 5,8 milliards. Eu égard à la réduction des dépenses en instance de paiement d'un montant de 9,7 milliards, contre 5,4 milliards un an auparavant, le besoin de financement du Trésor s'est accru de 10,1 milliards à 44,6 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août



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

Ce besoin a été financé par des ressources intérieures d'un montant net de 35,3 milliards, par une recette

de privatisation de 4,4 milliards et par des concours extérieurs nets de 4,8 milliards, les tirages extérieurs bruts ayant atteint 10,1 milliards, dont 7,9 milliards proviennent de la Banque Mondiale.

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

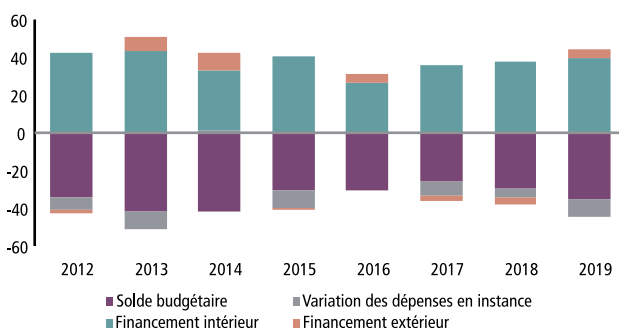
	Janv.-août 2018	Janv.-août 2019	LF 2019
Solde ordinaire	4,6	1,3	8,2
Solde des CST	5,4	4,8	6,0
Solde primaire	-8,4	-11,8	-14,7
Solde budgétaire	-29,1	-34,9	-43,4
Variation des dépenses en instance	-5,4	-9,7	0,0
Besoin de financement	-34,6	-44,6	-43,4
Financement intérieur	37,6	35,3	19,9
Financement extérieur	-3,0	4,8	18,5
Privatisation	0,0	4,4	5,0

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

S'agissant du financement intérieur, les levées du Trésor sur le marché des adjudications se sont établies à 16,3 milliards, au lieu de 22,4 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont été effectuées majoritairement dans les maturités longues, à savoir les bons à 15 ans et à 10 ans à hauteur de 10,4 milliards chacun, les bons à 20 ans pour 5,1 milliards et les bons à 5 ans pour 3,2 milliards. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné les bons à 2 ans pour un montant de 7,9 milliards et les bons à 52 semaines à hauteur de 6,2 milliards de dirhams.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août*

(En milliards de Dh)



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

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

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent favorables pour les huit premiers mois de 2019, comme en témoigne la baisse des taux moyens pondérés (TMP). Les replis enregistrés ont atteint 22 points de base (pdb) pour les maturités à 20 ans, 21 pdb pour celles à 10 ans, 19 pdb pour les bons à 15 ans et 13 pdb pour ceux à 5 ans. De même, les TMP appliqués aux bons à 2 ans et à 52 semaines ont diminué de 11 pdb et 2 pdb respectivement.

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

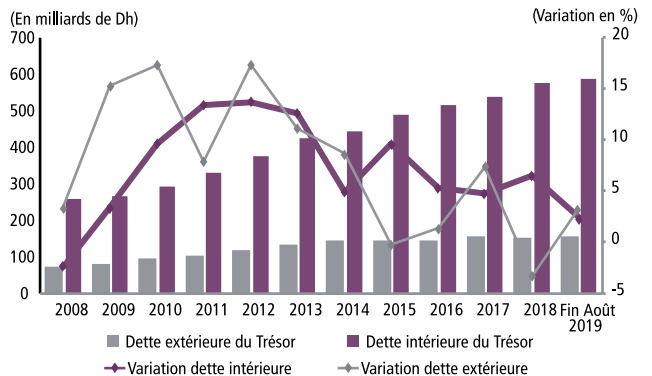
	2014	2015	2016	2017	2018	Fin août 2019
Dette extérieure du Trésor	141,1	140,8	142,8	153,2	148,1	152,9
Var en %	8,7	-0,2	1,4	7,3	-3,4	3,3
Dette intérieure du Trésor	445,5	488,4	514,7	539,1	574,6	589,2
Var en %	5,0	9,6	5,4	4,8	6,6	2,5
Encours de la dette directe	586,6	629,2	657,5	692,3	722,7	742,1
Var en %	5,8	7,3	4,5	5,3	4,4	2,7

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

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

Pour ce qui est de la dette publique directe, l'estimation basée sur les flux de financement fait ressortir une augmentation de 2,7% à fin août 2019 globalement, de 2,5% pour la composante intérieure et de 3,3% pour celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2019 font état d'une décélération de la croissance économique à 2,8% après 3,5% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole a connu un recul de 3,2% contre une hausse de 4%, alors que les activités non agricoles ont enregistré une accélération de leur rythme d'évolution de 3,3% à 3,8%. S'agissant de la demande, sa composante intérieure a participé à la croissance à hauteur de 3,6 points de pourcentage, alors que les exportations nettes y ont contribué négativement avec 0,8 point.

Au regard des dernières données infra-annuelles disponibles, l'activité aurait continué sa décélération aux deuxième et troisième trimestres par rapport à la même période de 2018, avec un rythme se situant autour de 2,6%, reflétant essentiellement le repli de 5,1% de la valeur ajoutée agricole. Pour leur part, les activités non agricoles se seraient améliorées de 3,6% sur la même période après 2,4% une année auparavant. De leur côté, les projections de la demande font ressortir une accélération de la consommation des ménages et celle des administrations publiques, aux deuxième et troisième trimestres, de 3,3% à 3,6% et de 2% à 2,8%, respectivement. En revanche, l'investissement devrait s'inscrire en ralentissement, passant de 6,8% à 3,5% et la demande extérieure nette devrait contribuer négativement à la croissance.

Sur le marché du travail, les créations d'emplois ont été limitées à 7 mille postes entre les deuxièmes trimestres de 2018 et de 2019 après 117 mille un an auparavant. Par secteur, l'agriculture a enregistré une sensible perte, alors que les activités non agricoles ont connu une importante hausse concentrée dans le tertiaire. Tenant compte d'une sortie nette de 70 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage est revenu de 9,1% à 8,5% au niveau national et de 13,7% à 12,4% dans les villes. Concernant le coût du travail, les dernières données disponibles relatives au deuxième trimestre 2019 montrent un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 1,8% après 0,6% en termes nominaux et de 1,6% contre une baisse de 2% en termes réels.

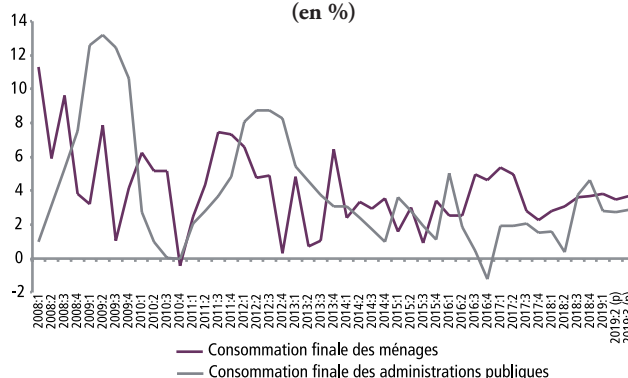
5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Au premier trimestre 2019, les données des comptes nationaux indiquent une accélération de 2,8% à 3,8% de la consommation des ménages, comparativement à la même période de 2018. Sa contribution à la croissance est passée de 1,6 point de pourcentage à 2,2 points.

Durant les deuxième et troisième trimestres, tenant compte des revalorisations salariales affectant aussi bien le secteur public que privé, le rythme de progression de la consommation des ménages devrait se situer en moyenne à 3,6%, participant à la croissance à hauteur de 2,1 points de pourcentage.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

Pour ce qui est de la consommation finale des administrations publiques, son rythme s'est accru de 2,8% au premier trimestre au lieu de 1,6%, portant ainsi sa contribution à la croissance à 0,6 point de pourcentage contre 0,3 point à la même période une année auparavant.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, cette composante devrait maintenir quasiment le même

rythme observé au premier trimestre, comme en témoignent les données relatives aux dépenses de fonctionnement à fin juillet.

5.1.2 Investissement

Au premier trimestre, les données révisées du HCP font ressortir un ralentissement de l'investissement à 2,6% contre 9% un an auparavant. De ce fait, sa contribution à la croissance est revenue de 2,8 points de pourcentage à 0,8 point.

Les évolutions récentes des indicateurs infrannuels laissent entrevoir une hausse de l'investissement au cours des deuxième et troisième trimestres estimée à 3,5% après 6,8% une année auparavant. En effet, les crédits immobiliers ont décéléré de 4% à 3% à fin juillet et le nombre de transactions a enregistré un repli de 8% globalement, de 4,4% pour les biens résidentiels et de 10,5% pour les biens à usage professionnel. En revanche, les importations de biens d'équipement ont marqué une accélération à 8,8% à fin juillet. Par ailleurs, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre indiquent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par la majorité des industriels sondés.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre 2019, les exportations nettes de biens et services ont gardé une participation négative à la croissance de l'ordre de 0,8 point de pourcentage contre 1,2 point à la même période l'année précédente. Les exportations des biens et services ont enregistré une nette décélération de 7,4% à 1,7% et les importations ont ralenti de 8,4% à 3%.

Aux deuxième et troisième trimestres 2019, l'affaiblissement de la demande mondiale et de l'activité dans les pays partenaires laissent prévoir une décélération du rythme des exportations, sous l'effet essentiellement du ralentissement des ventes

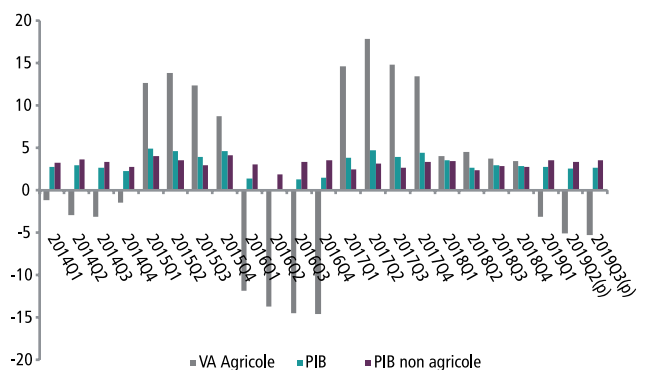
des phosphates et dérivés ainsi que celles du secteur automobile. De même, les importations devraient poursuivre leur décélération suite principalement au recul de la facture énergétique. Dans ce contexte, la contribution de la demande extérieure à la croissance devrait rester négative.

5.3 Offre globale

Au premier trimestre 2019, la croissance économique a décéléré à 2,8% après 3,5% une année auparavant. Ce ralentissement est attribuable à la baisse de 3,2% de la valeur ajoutée agricole après une augmentation de 4%, les activités non agricoles ayant en revanche, progressé de 3,8% après 3,3%, à la faveur notamment de la bonne performance de la branche « Electricité et eau », de l'industrie de transformation et du commerce.

Au cours du deuxième et du troisième trimestres 2019, le rythme de l'activité nationale devrait poursuivre sa décélération avec une croissance moyenne de 2,6% après 2,8% une année auparavant. La valeur ajoutée agricole accuserait un recul de 5,1% après une hausse de 4,2%, alors que les activités non agricoles progresseraient de 3,6% au lieu de 2,4%.

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

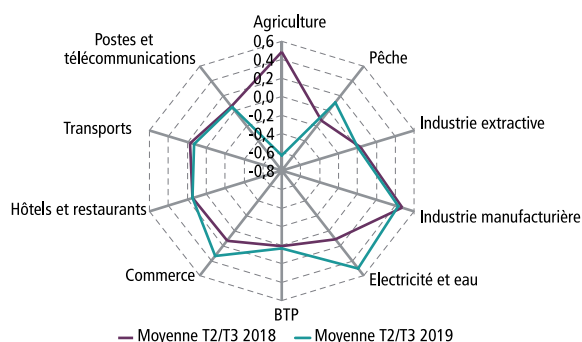


Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Par secteur, la progression de la valeur ajoutée du secteur secondaire devrait s'accélérer de 2,4% à 3,6%. Cette situation traduirait notamment un rebond de 18,8%

après 4,3% de la branche « Electricité et eau » à la faveur de la mise en service de la centrale thermique de Safi. De même, l'activité dans le BTP, quoiqu'un rythme toujours faible, aurait marqué un léger accroissement de 0,7% au lieu de 0,2%. En revanche, les industries de transformation et extractive afficheraient un ralentissement de leur croissance de 3,1% à 2,6% et de 1,6% à 0,3% respectivement.

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, leur valeur ajoutée se serait accrue de 3,4% après 2,6%. Ce dynamisme serait attribuable notamment à la bonne tenue de l'administration publique et éducation et du secteur du commerce avec des croissances respectives de 2,5% et 4% au lieu de 1,2% et 1,7%. A l'inverse, la branche "hôtels et restaurants" aurait décéléré de 5,9% à 5,2%, les services de transport de 4,5% à 3,1% et les postes et télécommunications de 2,9% à 2,3%.

5.4 Marché du travail et capacités de production

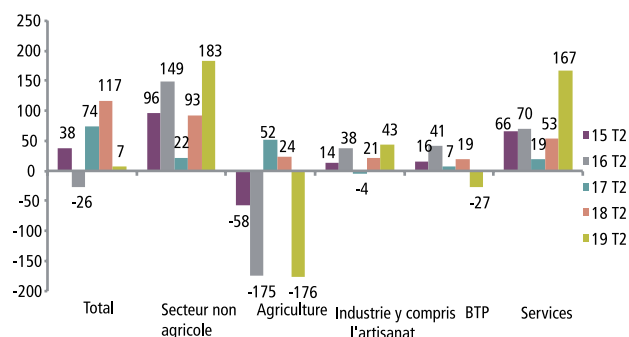
5.4.1 Activité et emploi

Au deuxième trimestre 2019, le marché du travail a été marqué par rapport au même trimestre de 2018, par une baisse de 0,6% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 12,1 millions de personnes. Cette évolution recouvre un accroissement de 0,7% en milieu urbain et un repli de 2,2% en zones rurales. Tenant compte d'une progression de 1,6% de la population en âge

d'activité, le taux d'activité a poursuivi sa tendance baissière, revenant de 47% à 46% au niveau national, de 41,6% à 40,9% dans les villes et de 56,7% à 55,3% dans les campagnes.

En parallèle, les créations d'emplois se sont limitées à 7 mille postes contre 117 mille la même période de l'année dernière. La population active occupée a ainsi augmenté de 0,1% à 11,08 millions de personnes. Cette faible création est le résultat d'une importante perte de 176 mille emplois dans l'agriculture qui a presque compensé la hausse de 183 mille dans les activités non agricoles. Par secteur d'activité, les services ont généré 167 mille postes dont notamment 33 mille emplois dans le «commerce de détail hors magasin», 31 mille dans les «services personnels et domestiques», 26 dans le «transport entrepôts et communication» et 22 mille dans la «restauration et hôtellerie». Pour sa part, l'industrie y compris l'artisanat a créé 43 mille postes, alors que le BTP a perdu 27 mille emplois.

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 enregistré une baisse de 7% à près de 1,03 million de personnes et le taux de chômage est revenu de 9,1% à 8,5% au niveau national et de 13,7% à 12,4% dans les villes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a reculé de 0,8 point à 22,3% au niveau national et de 2,4 points à 38,1% dans les villes.

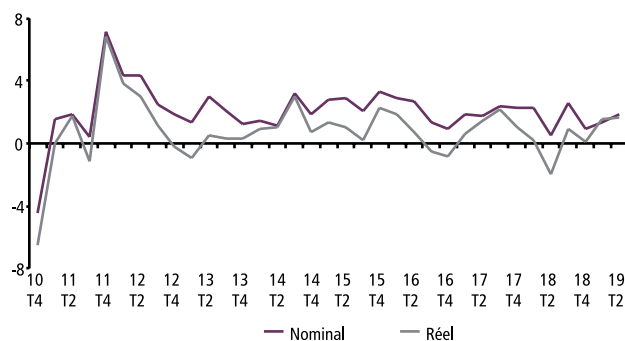
Parallèlement à la diminution du chômage, le sous-emploi¹ s'est replié de 9,6% à 9% au niveau national, de 8,7% à 7,8% en milieu urbain et de 10,6% à 10,5% en zones rurales.

5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail se serait améliorée de 0,9% au deuxième trimestre 2019, après 0,7% un an auparavant, traduisant une hausse de 3,5%, au lieu 2,1% de la valeur ajoutée et de 2,6% contre 1,4% des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, a progressé en glissement annuel de 1,8% au deuxième trimestre 2019 après 0,6% à la même période de l'année précédente en termes nominaux et de 1,6% contre une baisse de 2% en termes réels.

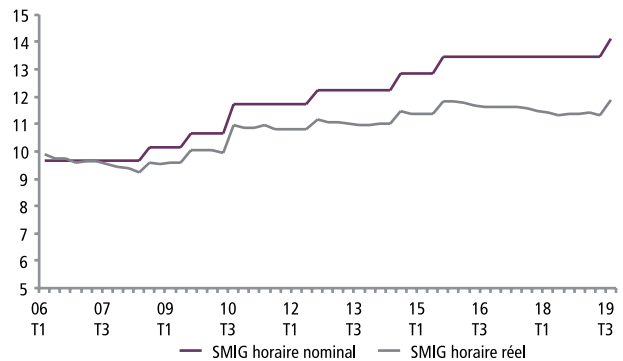
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est maintenu au deuxième trimestre 2019 à 13,46 dirhams en termes nominaux. Tenant compte d'une hausse de 0,2% de l'indice des prix à la consommation, il a enregistré une diminution en termes réels de 0,2% mais devrait augmenter de 4,4% au troisième trimestre sous l'effet de sa revalorisation à 14,13 dh/h effectuée en juillet 2019.

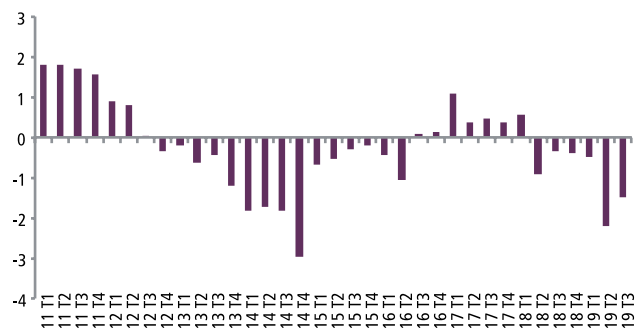
Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

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

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

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

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2018	T2 2019
Taux d'activité (en %)	47,0	46,0
Urbain	41,6	40,9
Rural	56,7	55,3
Taux de chômage (en %)	9,1	8,5
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	23,1	22,3
Urbain	13,7	12,4
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	40,5	38,1
Rural	3,0	3,3
Créations d'emplois (en milliers)	117	7
Urbain	75	132
Rural	42	-125
Secteurs		
- Agriculture	24	-176
- Industrie y compris l'artisanat	21	43
- BTP	19	-27
- Services	53	167
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	0,7	0,9
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal 0,6	1,8
	Réel -2,0	1,6

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Au deuxième trimestre 2019, l'inflation s'est légèrement accélérée, entamant ainsi son orientation à la hausse prévue lors du dernier Rapport sur la Politique Monétaire (RPM). Après une baisse de 0,2%, en glissement annuel au premier trimestre l'indice des prix à la consommation s'est accru de 0,2% au second trimestre et de 0,5% en moyenne en juillet et août, tiré par la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils. En effet, ces derniers ont augmenté de 0,5% au cours des deux derniers mois au lieu d'un repli de 2,2% en moyenne un trimestre auparavant. Les tarifs des produits réglementés ont, pour leur part, progressé de 1,6%, rythme quasi similaire à celui enregistré le trimestre précédent. Quant à l'inflation sous-jacente, elle est revenue de 0,9% au premier trimestre à 0,6% au deuxième, un rythme qui est resté inchangé en moyenne au cours des deux derniers mois, en liaison avec la modération de la hausse des prix au niveau international et la faiblesse des pressions émanant de la demande. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont reculé de 2,7% au lieu de 0,8% au deuxième trimestre, orientés par la régression des cours internationaux des produits pétroliers.

A court terme, l'inflation devrait de nouveau augmenter mais demeurerait à un niveau faible, autour de 0,6% au troisième trimestre alors que sa composante sous-jacente devrait se stabiliser par rapport au trimestre précédent.

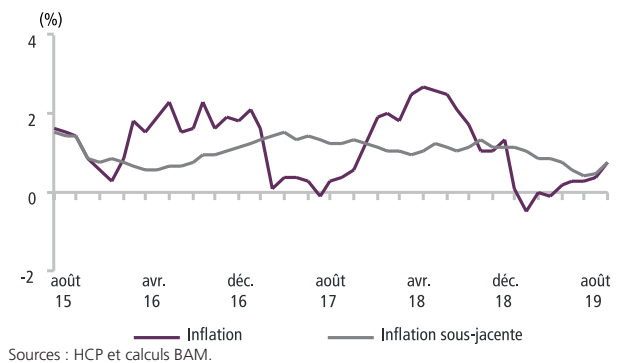
6.1 Evolution de l'inflation

Après avoir évolué à un niveau faible durant la première moitié de l'année, l'inflation s'est établie à 0,3% en juillet et s'est accéléré à 0,8% en août, portant ainsi sa moyenne à 0,2% sur les huit premiers mois de 2019. Cette accélération est liée principalement à celle de sa composante alimentaire à prix volatils dont les prix ont progressé de 0,5% en moyenne en juillet et août au lieu d'une baisse de 2,2% au deuxième trimestre. L'inflation sous-jacente s'est établie à 0,6%, rythme inchangé par rapport au deuxième trimestre et les tarifs des produits réglementés ont évolué à un rythme quasi-inchangé durant la même période, soit 1,6%. A l'opposé, les prix des carburants et lubrifiants ont reculé de 2,7% au lieu de 0,8% au deuxième trimestre.

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

L'atténuation du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils entamée depuis le mois d'avril s'est poursuivie jusqu'à juillet avant une première hausse en août. En effet, ces prix ont augmenté de 0,5% en moyenne en juillet et août, après une baisse de 2,2% au deuxième trimestre.

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



Cette évolution est attribuable essentiellement au renchérissement de 12,6% après 7,1% des légumes frais et de 2,9% au lieu d'un repli de 2% des poissons frais, ainsi qu'à l'atténuation de la baisse de ceux des fruits frais de 10,8% à 3,4%.

En somme, la contribution de la composante alimentaire à prix volatils à l'inflation est ressortie nulle en moyenne en juillet et août au lieu de -0,6 point au cours des six premiers mois de 2019.

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

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

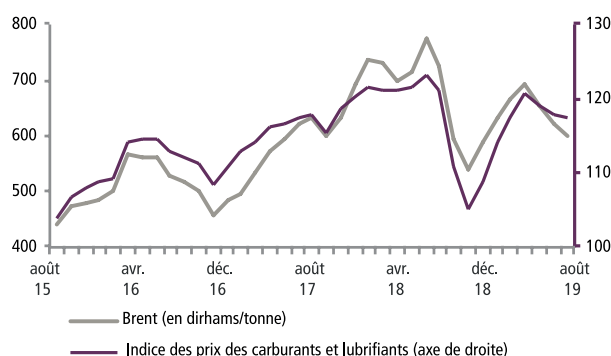
¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des carburants et lubrifiants, leurs prix ont reculé de 2,7% en moyenne au cours des mois de juillet et août après une baisse de 0,8% au deuxième trimestre, en lien avec le repli des cours internationaux des produits pétroliers. Le prix du Brent est, en effet, revenu à 59,3\$/bl en août après le pic de 71\$/bl enregistré en avril dernier.

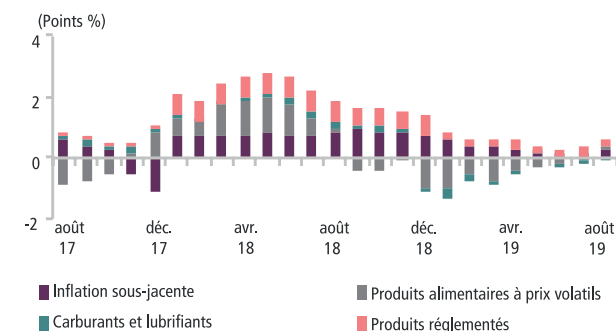
Graphique 6.2 : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants



Sources : Banque mondiale, HCP et calculs BAM.

Les tarifs des produits réglementés ont, pour leur part, progressé à un rythme quasi-inchangé durant la même période, soit 1,6%, maintenant ainsi leur contribution à l'inflation à 0,3 point de pourcentage depuis le début de l'année au lieu de 0,7 point en moyenne une année auparavant.

Graphique 6.3 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel



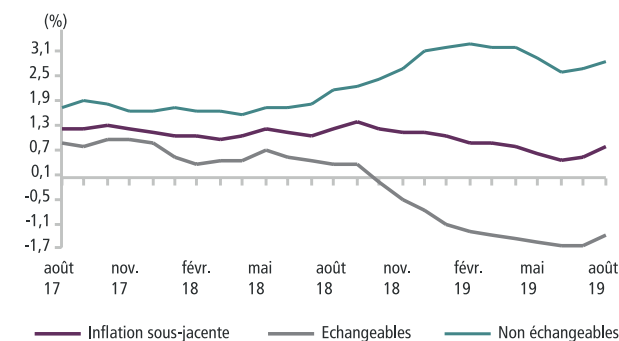
Sources : HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

Après un taux de 0,9% en moyenne au premier trimestre, l'inflation sous-jacente est revenue à 0,6% entre avril et août.

Par ailleurs, la décomposition du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que son ralentissement, observé depuis le début du deuxième trimestre, traduit l'effet conjugué d'une décélération de l'inflation des non échangeables et d'une baisse plus prononcée de celle des 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 se sont repliés de 1,6% en moyenne entre avril et août, contre 1,3% au premier trimestre, maintenant leur contribution à l'inflation sous-jacente à -0,8 point de pourcentage.

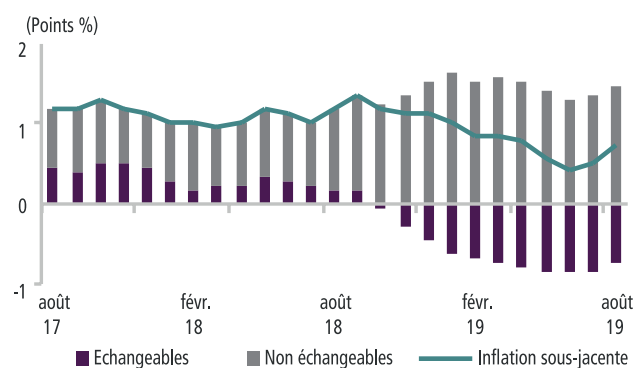
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 19	juil. 19	août 19	juin 19	juil. 19	août 19
Biens échangeables	-0,1	-0,1	0,1	-1,7	-1,7	-1,4
Biens non échangeables	0,1	0,0	0,6	2,6	2,7	2,8
Inflation sous-jacente	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,8

Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux prix des biens non changeables, ils ont augmenté de 2,7% en moyenne depuis avril, contre 3,3% au premier trimestre. Leur contribution à l'inflation sous-jacente s'étant établie à 1,4 point de pourcentage entre avril et août contre 1,6 point au premier trimestre.

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

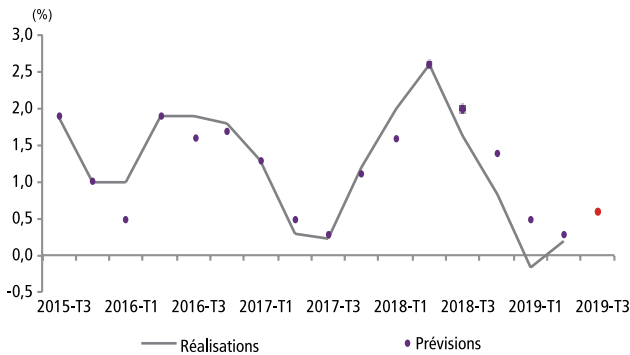
L'inflation devrait légèrement augmenter pour s'établir autour de 0,6% au troisième trimestre 2019 au lieu de 0,2% un trimestre auparavant. Cette accélération refléterait le renchérissement attendu des produits alimentaires volatils de 0,3% après trois trimestres de baisses successives. En effet, ces prix devraient connaître, au cours des trois prochains mois, une hausse significative pour certains d'entre eux en l'occurrence les légumes frais et les volailles et lapin, contribuant, à côté de l'atténuation prévue de la baisse des prix des autres denrées notamment les agrumes, à la hausse de l'inflation.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants connaîtraient une nouvelle baisse de 2,7% au troisième trimestre après celle de 0,8% au deuxième trimestre, impactés par le recul prévu des cours internationaux des produits pétroliers.

En l'absence de décisions gouvernementales y afférentes, les prix des produits réglementés évolueraient, quant à eux, au même rythme observé depuis le début d'année soit 1,5%.

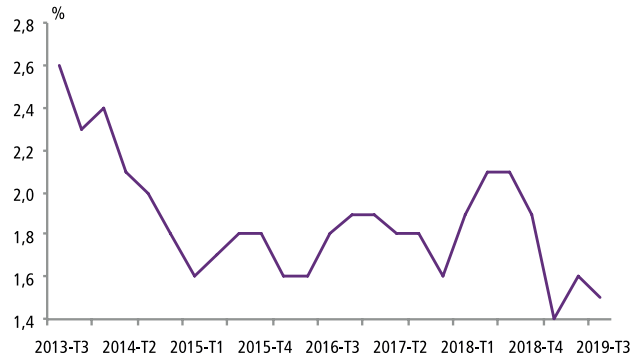
L'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix devrait s'accélérer progressivement reflétant la résorption prévue de l'effet de base observé pour les prix des denrées alimentaires qui y sont inclus et ressortirait à 0,6% au titre du troisième trimestre 2019.

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



Source : BAM.

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



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

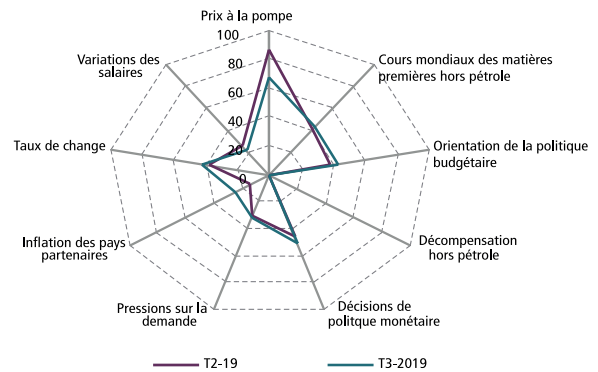
* A partir du 2^{ème} trimestre 2016, l'horizon d'anticipation est passé à 8 trimestres au lieu de 6 trimestres auparavant.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de juillet 2019, indiquent une stagnation de la proportion des industriels tablant sur une hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois à 20%. Pour sa part, le pourcentage des industriels prévoyant une stagnation de l'inflation demeure élevé, se situant à 77%, alors que seuls 3% anticipent une baisse.

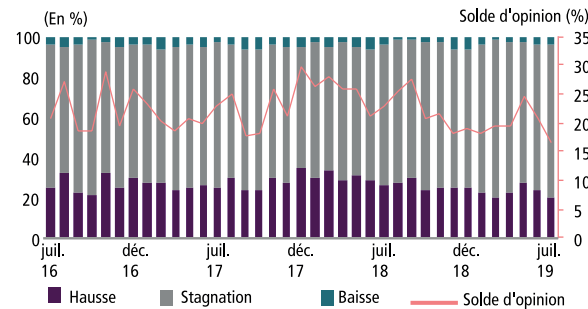
Ces derniers considèrent que l'évolution des prix à la pompe, les décisions de la politique monétaire et le taux de change représentent les principaux déterminants de la tendance future de l'inflation.

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.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

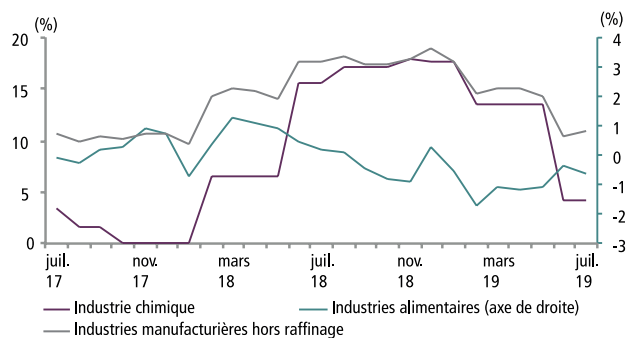
Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relative au troisième trimestre 2019 indiquent que les experts financiers anticipent une inflation de 1,5% sur l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 1,6% le trimestre précédent.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage ont vu leur rythme de progression revenir de 1,6% en moyenne au deuxième trimestre à 0,8% en juillet, ramenant leur accroissement moyen au titre des sept premiers mois de 2019 à 1,9% contre 2,6% en 2018. Leur évolution est imputable à la forte

décélération de la hausse des prix à la production de l'industrie chimique à 4,3% en juillet au lieu de 10,2% un trimestre auparavant. En revanche, les prix à la production des industries alimentaires ont vu leur baisse se réduire à 0,6% après 0,9% en moyenne entre avril et juin et ceux de l'industrie d'habillement se sont accrus de 1,8% contre 1,4% un trimestre auparavant.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Les conflits commerciaux, les tensions géopolitiques et les incertitudes entourant les modalités du Brexit induisent une volatilité accrue des marchés et continuent de peser sur les échanges commerciaux et sur l'investissement des entreprises. Dans ces conditions, les perspectives de l'économie mondiale se sont dégradées, avec un ralentissement diffus prévu cette année.

Aux Etats-Unis, la croissance est prévue en décélération, sous l'effet de la dissipation des répercussions des mesures de relance budgétaire et des tensions commerciales. Dans la zone euro, les fondamentaux économiques se sont affaiblis et les perspectives de croissance se sont dégradées avec la montée des risques baissiers internes liés notamment aux difficultés budgétaires en Italie et aux défis auxquels fait face le secteur manufacturier en Allemagne. La croissance devrait, en effet, refluer en 2019 avant de se redresser légèrement en 2020, soutenue par des conditions monétaires favorables. Dans les principaux pays émergents, l'activité économique demeure vulnérable aux chocs extérieurs et devrait rester soutenue par l'orientation expansionniste des politiques monétaire et/ou budgétaire dans certains d'entre eux. En Chine, la croissance devrait poursuivre sa décélération, à un rythme légèrement plus accentué que prévu en juin en raison de l'affaiblissement aussi bien de la demande intérieure qu'extérieure. De même, en Inde, elle ralentirait en 2019, impactée par la faiblesse de l'investissement et de la demande étrangère, avant de s'accélérer en 2020.

Sur le marché des matières premières, les prix du pétrole se maintiendraient sur l'horizon de prévision à un niveau plus faible qu'en 2018, les tensions commerciales et les inquiétudes quant à l'affaiblissement de la demande mondiale devant continuer de peser sur leurs perspectives. Par ailleurs, les cours des engrais phosphatés devraient se situer à des niveaux inférieurs à ceux observés en 2018, tandis que celui du phosphate brut devrait sensiblement augmenter. Pour leur part, après avoir reculé en 2018, les prix des produits alimentaires enregistreraient de légers accroissements.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes se sont globalement affaiblies. Dans la zone euro en particulier, l'inflation se maintiendrait à des niveaux bien en deçà de l'objectif de la BCE sur l'horizon de prévision, tandis qu'aux Etats-Unis, elle retrouverait graduellement des taux proches de l'objectif de la Fed.

Au niveau national, après un creusement à 5,5% du PIB en 2018, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 5,1% avant de s'alléger à 3,6% en 2020 reflétant, en grande partie, une baisse de la facture énergétique et une accélération des ventes de la construction automobile en 2020, tenant compte de l'augmentation annoncée de la capacité de production de l'usine PSA. Ces prévisions tiennent compte également d'une hypothèse d'entrées de dons des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020. En ce qui concerne les recettes des investissements directs, et après avoir enregistré un niveau exceptionnel en 2018 suite à une opération de cession dans le secteur des assurances, elles devraient se situer à un montant équivalent à près de 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision.

S'agissant des réserves internationales nettes, et sous l'hypothèse de deux sorties du Trésor à l'international, l'une cette année et l'autre en 2020, elles devraient se renforcer à 239 milliards à fin 2019 avant de revenir à 234,3 milliards à fin 2020. Leur couverture se situerait ainsi à un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, le taux débiteur moyen a marqué une nouvelle baisse trimestrielle de 4 points de base à 4,98% au deuxième trimestre 2019, tirée par celle des taux assortissant les crédits aussi bien aux particuliers qu'aux entreprises privées. La croissance du crédit au secteur non financier avoisinerait 3,7% en 2019, avant de s'accélérer à 4,7% en 2020. Pour sa part, le taux de change effectif réel enregistrerait une appréciation en 2019, qui devrait s'atténuer en 2020. Au total, les conditions monétaires devraient rester appropriées.

Sur le plan des finances publiques, après s'être établi à 3,7% du PIB en 2018, le déficit budgétaire hors privatisation devrait se situer autour de 4% du PIB en 2019 avant de s'atténuer à 3,8% du PIB en 2020, prévisions inchangées par rapport à celles de l'exercice de juin. Ces projections tiennent compte de l'hypothèse d'une mobilisation soutenue des recettes, de l'allègement de la charge de compensation et de l'alourdissement des dépenses de fonctionnement en liaison avec l'impact de l'accord du dialogue social.

Après s'être établie à 3% en 2018, la croissance nationale devrait de nouveau décélérer à 2,7% en 2019, pâtissant d'une baisse de 4,7% de la valeur ajoutée agricole. Cette dernière a été révisée à la baisse comparativement aux projections communiquées en juin compte tenu de l'actualisation par le Ministère de l'Agriculture de l'estimation de la récolte céréalière au titre de la campagne 2018-2019. Les activités non agricoles devraient, en revanche, poursuivre leur relatif raffermissement, l'accroissement de leur valeur ajoutée devant passer de 2,6% en 2018 à 3,6% en 2019, niveau auquel il devrait se stabiliser en 2020. Avec une hausse prévue à 6,3% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne, la croissance nationale devrait s'accélérer à 3,8% en 2020. Du côté de la demande, la croissance resterait portée par la demande intérieure qui gagnerait graduellement en vigueur sur l'horizon de prévision, dans le sillage notamment d'une inflation contenue, de la revalorisation salariale et de l'augmentation des allocations familiales décidées dans le cadre du dialogue social. Les exportations nettes maintiendraient, de leur côté, une participation négative à la croissance, impactées en particulier par les perspectives moins favorables de l'activité économique chez les principaux partenaires.

Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente devrait ralentir de 1,1% à 0,7% en 2019, avant de se raffermir graduellement sur le reste de l'horizon de prévision, sous l'effet de la résorption progressive attendue du cycle négatif de la demande intérieure et de l'atténuation prévue de l'appréciation du TCER. Ceci étant, et compte tenu notamment de la baisse prévue des prix des produits alimentaires à prix volatils en 2019 et de leur quasi-stabilité en 2020, sous l'hypothèse de la dissipation des effets de chocs d'offre, l'inflation devrait nettement ralentir de 1,9% en 2018 à 0,4% en 2019 avant de s'accélérer modérément à 1,2% en 2020.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

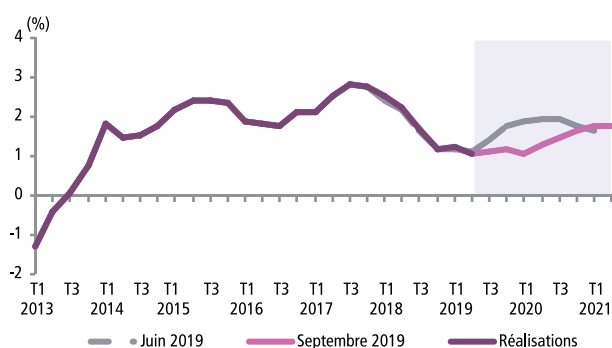
Dégradation des perspectives de la croissance mondiale

Les conflits commerciaux, les tensions géopolitiques et les incertitudes entourant les modalités du Brexit induisent une volatilité accrue des marchés et continuent de peser sur les échanges commerciaux et sur l'investissement des entreprises. Dans ces conditions, les perspectives de l'économie mondiale se sont dégradées, avec un ralentissement diffus prévu cette année.

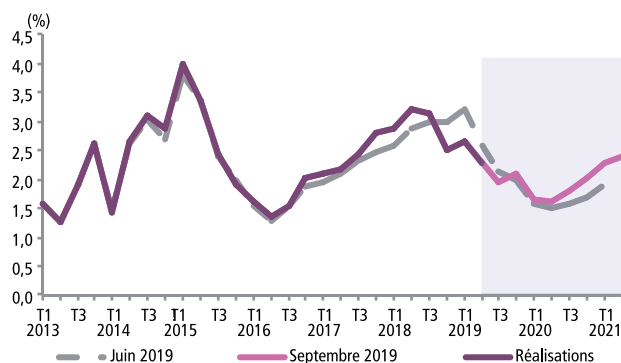
Aux Etats-Unis, les exportations et l'investissement des entreprises se sont affaiblis au second trimestre 2019, pâtissant en particulier des tensions sino-américaines. En outre, les indicateurs à haute fréquence laissent indiquer une poursuite de l'affaiblissement de l'activité industrielle à court terme. Dans ce contexte, et tenant compte de la dissipation des effets des mesures de relance budgétaire mises en œuvre en 2018, la croissance ralentirait à 2,2% en 2019, après 2,9% en 2018, puis fléchirait à 1,8% en 2020, un rythme toutefois en atténuation comparativement à juin compte tenu de l'orientation plus accommodante de la politique monétaire de la Fed. Les fondamentaux économiques de la zone euro se sont, pour leur part, affaiblis avec la montée des risques baissiers internes liés notamment aux difficultés budgétaires en Italie et aux défis auxquels fait face le secteur manufacturier en Allemagne. Ses perspectives économiques se sont ainsi dégradées, avec un net ralentissement prévu de la croissance de 1,9% en 2018 à 1,2% en 2019 avant de se redresser légèrement à 1,4% en 2020, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire. Paradoxalement, les conditions sur les marchés du travail resteraient favorables, avec un taux de chômage faible aux Etats-Unis et en baisse dans la zone euro.

Dans les principaux pays émergents, la croissance devrait poursuivre sa décélération en Chine, passant de 6,6% en 2018 à 6,3% en 2019 et à 6,1% en 2020, un rythme légèrement plus accentué que prévu en juin en raison de l'affaiblissement aussi bien de la demande intérieure qu'extérieure. Au Brésil, la croissance décélérerait de 1,1% en 2018 à 0,8% en 2019, au lieu d'une reprise prévue en juin, compte tenu des faibles performances enregistrées au cours de la première moitié de l'année. Elle devrait s'accélérer à 2,2% en 2020, avec la mise en œuvre prévue des réformes budgétaires notamment celle des retraites. En Inde, la croissance devrait ralentir en 2019, impactée par la faiblesse de l'investissement et de la demande étrangère. L'orientation expansionniste des politiques monétaire et budgétaire devrait continuer à soutenir la croissance, qui connaîtrait une accélération en 2020.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN¹, août 2019.

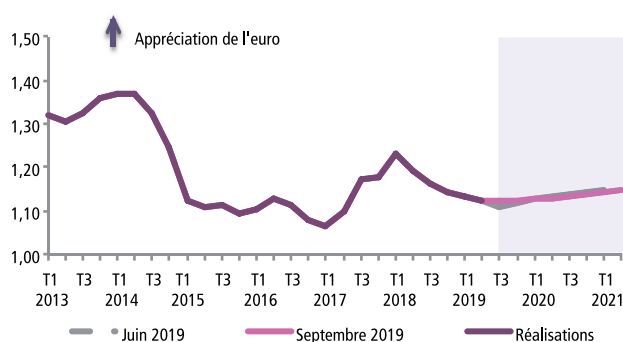
¹ Global Projection Model Network.

Retour à l'assouplissement monétaire et affaiblissement de l'euro face au dollar sur l'horizon de prévision

Affaibli par la détérioration des perspectives de croissance dans la zone euro et l'accentuation des incertitudes qui les entourent, l'euro se déprécierait de 1,18 dollar en moyenne en 2018 à 1,13 dollar en 2019 et se stabiliserait à ce niveau en 2020. Pour sa part, dans un contexte d'escalade de la guerre commerciale sino-américaine, le yuan chinois s'est nettement déprécié à 7,1 par dollar en moyenne en août, son plus bas face au dollar depuis mars 2008. Compte tenu des incertitudes entourant le futur des négociations commerciales, la parité devrait se maintenir autour de 7 yuans par dollar en moyenne sur l'horizon de prévision.

Parallèlement, face aux signes d'affaiblissement de l'activité et à la multiplication des risques baissiers entourant ses perspectives, les principales banques centrales ont interrompu le processus de normalisation de leurs politiques monétaires, initiant un nouveau cycle d'assouplissement. Après la baisse opérée en juillet dernier, la première depuis 2008, la Fed a décidé lors de sa réunion des 17 et 18 septembre de réduire une nouvelle fois la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base, la ramenant à [1,75%-2%]. Dans la même lignée, la BCE a souligné le besoin d'une orientation très accommodante de sa politique monétaire pendant une période prolongée et se tient prête à ajuster l'ensemble de ses instruments pour s'assurer que l'inflation tendra durablement vers son objectif. Elle a ainsi annoncé lors de sa réunion du 12 septembre courant de nouvelles mesures d'assouplissement, notamment une réduction du taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base à -0,50% et une relance des achats nets dans le cadre de son programme d'achat d'actifs au rythme mensuel de 20 milliards d'euros à compter du 1er novembre. Elle prévoit également de maintenir ses taux directeurs à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les perspectives d'inflation convergent de manière durable vers des niveaux suffisamment proches de son objectif.

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, août 2019.

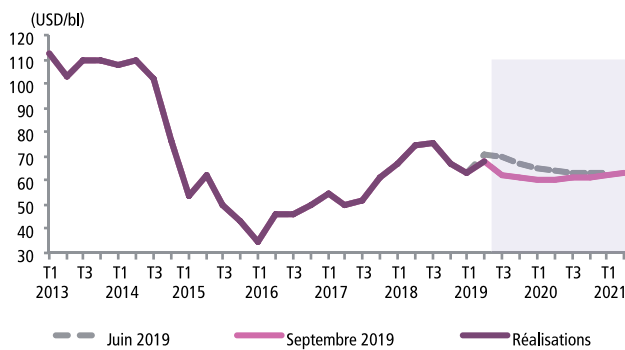
Pressions à la baisse sur les cours des produits énergétiques

Les inquiétudes quant à l'affaiblissement de la demande mondiale continuent de peser sur les cours du pétrole. Ces derniers se sont, en effet, repliés depuis avril, en dépit des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et de l'accord conclu entre les pays membres de l'OPEP+ pour une prolongation de la réduction de leur production jusqu'à mars 2020. Dans ce contexte, le cours du Brent, en particulier, terminerait l'année sur une moyenne de 63,7\$/bl, avant de baisser de nouveau à 60,9\$/bl en 2020, niveaux en révision à la baisse de 4,1 dollars et 2,9 dollars respectivement comparativement à ceux retenus en juin.

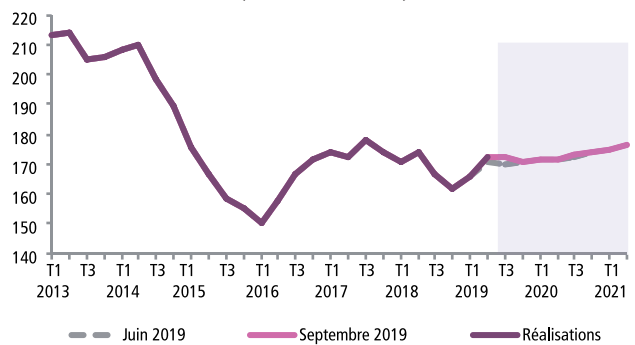
Concernant les phosphates et dérivés, les cours du DAP et du TSP se sont globalement orientés à la baisse, impactés en particulier par un affaiblissement de la demande, et devraient se situer en 2019 et en 2020 à des niveaux inférieurs à ceux observés en 2018. En revanche, celui du phosphate brut finirait l'année 2019 en hausse de 19,5% à 105\$/t et augmenterait légèrement à 107\$/t en 2020. Pour leur part, après avoir baissé de 3,5% en 2018, les prix des produits alimentaires devraient légèrement augmenter sur l'horizon de prévision.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes se sont globalement affaiblies, marquées notamment par une diminution des anticipations d'inflation. Aux Etats-Unis en particulier, l'inflation décélérerait de 2,4% à 1,9% en 2019 avant d'augmenter à 2,4% en 2020, soutenue par l'orientation accommodante de la politique monétaire de la Fed. Parallèlement, dans la zone euro, après s'être établie à 1,8% en 2018, elle s'affaiblirait à 1,3% en 2019 puis à 1,2% en 2020, soient des niveaux inférieurs à l'objectif de la BCE.

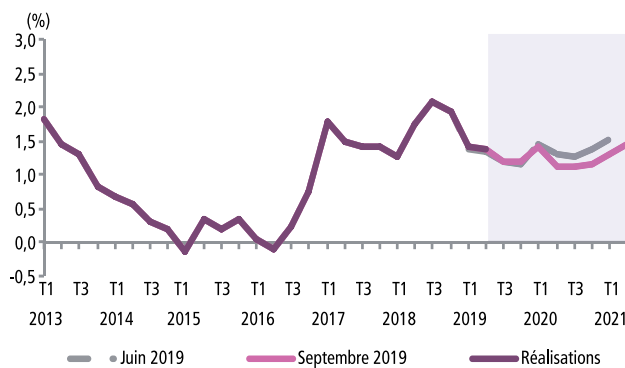
Graphique 7.4 : Prix du Brent



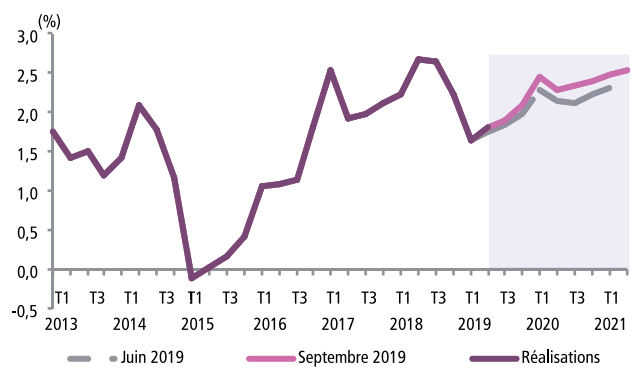
Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2002-2004=100)



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, août 2019.

Une production céréalière de 52 millions de quintaux en 2018-2019 et récolte moyenne retenue en 2019-2020

Après avoir annoncé une récolte céréalière de 61 MQx en avril au titre de la campagne 2018-2019, le Ministère de l'Agriculture l'a révisée à la baisse à 52 MQx en août, soit un recul de 49% par rapport à la campagne précédente et de 37% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Pour les autres cultures, la production aurait connu une bonne performance, avec notamment une augmentation de 17% pour les agrumes et de 22,3% pour les olives. Celle des dattes aurait, en revanche, reculé de 9%.

Pour la campagne 2019-2020, les hypothèses d'une production céréalière moyenne de 80 MQx et de la poursuite des performances tendanciennes des autres cultures sont retenues.

7.2 Projections macroéconomiques

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

Après un creusement à 5,5% du PIB en 2018, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 5,1% et s'alléger à 3,6% en 2020 reflétant, en grande partie, une baisse de la facture énergétique et une accélération des ventes de la construction automobile en 2020. Ces prévisions tiennent compte de 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 rythme des exportations pour l'année 2019 a été revu à la baisse à 3,9%, en relation essentiellement avec des réalisations au premier semestre en deçà des attentes aussi bien pour les ventes de la construction automobile que pour celles des phosphates et dérivés. En 2020, ce rythme devrait s'accélérer à 8,4%, résultat principalement de la hausse importante prévue des ventes de la construction automobile, tenant compte de l'augmentation annoncée de la capacité de production de l'usine PSA. Quant aux importations, leur progression devrait décélérer à 3,4% en 2019 puis à 2,6% en 2020, sous l'effet principalement de la baisse de la facture énergétique ainsi que du ralentissement de la progression des acquisitions de biens d'équipement.

En parallèle, après 1,3% enregistré en 2018, les recettes de voyage progresseraient de 4,5% en 2019 et de 3,2% en 2020 et les transferts des MRE afficheraient des augmentations de 1,5% et 3,6% respectivement.

Concernant les IDE, après des recettes exceptionnelles en 2018 liées en grande partie à une cession dans le secteur des assurances, leur niveau devrait se stabiliser à un montant équivalent à près de 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous les hypothèses, inchangées par rapport à l'exercice de juin, d'entrées de dons du CCG et de deux sorties du Trésor sur le marché international l'une en 2019 et l'autre en 2020, les RIN devraient atteindre 239 milliards à fin 2019 et 234,3 milliards en 2020, soit l'équivalent 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 (sept./juin)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2019	2020
Exportations de biens (FOB)	8,6	3,5	10,3	10,6	3,9	8,4	-2,1	1,1
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,8	3,4	2,6	0,2	-0,2
Recettes de voyage	-1,4	5,0	12,3	1,3	4,5	3,2	1,2	-0,8
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	1,5	3,6	-2,1	-0,9
Solde du compte courant (en % PIB)	-2,1	-4,1	-3,4	-5,5	-5,1	-3,6	-0,6	-0,5
Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services	6,0	6,3	5,6	5,2	5,1	5,0	0,0	0,0

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires globalement appropriées et poursuite de l'amélioration graduelle du rythme du crédit bancaire au secteur non financier

Le taux de change effectif réel (TCER) enregistrerait une appréciation en 2019, l'écart d'inflation en faveur du Maroc ne devant que partiellement contrebalancer le renforcement attendu du dirham face notamment à l'euro

et au yuan chinois. En 2020, cette appréciation devrait s'atténuer, résultat de la modération prévue de la hausse du taux de change effectif nominal.

Sur la base des prévisions des réserves internationales nettes et de la hausse tendancielle prévue de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait s'accroître à 77,6 milliards à fin 2019 et à 96 milliards à fin 2020. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, il devrait connaître une amélioration pour s'accroître à un rythme avoisinant 3,7% en 2019 et 4,7% en 2020. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la progression de l'agrégat M3 devrait s'établir à 4,5% en 2019 et à 4% en 2020.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2019	2020
Crédit bancaire au secteur non financier	0,3	3,9	3,8	3,1	3,7	4,7	0,2	0,4
M3	5,7	4,7	5,5	4,1	4,5	4,0	0,2	0,2
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-16,5	-14,7	-40,9	-69,0	-77,6	-96,0	-6,6	-10,0

Ralentissement du processus de consolidation budgétaire

Le déficit budgétaire hors privatisation devrait se situer autour de 4% du PIB en 2019 avant de s'atténuer à 3,8% du PIB en 2020, prévisions inchangées par rapport à celles de l'exercice de juin. Ces projections intègrent les estimations annoncées par le Ministère de l'Economie et des Finances (MEF) concernant l'impact budgétaire des engagements au titre du dialogue social, dont notamment les revalorisations salariales y compris celles du personnel militaire et de la Direction Générale de la Sécurité Nationale.

S'agissant de l'année en cours, outre les ajustements à la hausse de la masse salariale et des dépenses des autres biens et services en liaison avec le dialogue social, la charge de compensation a été révisée à la baisse intégrant son exécution à fin juillet et les nouvelles hypothèses relatives aux cours du gaz butane et de change. Du côté des recettes, les prévisions tablent notamment sur une baisse de celles de l'IS, traduisant la faible réalisation à fin juillet.

Pour l'année 2020, l'actualisation des projections sur la base des dernières estimations du MEF fait ressortir une augmentation de la masse salariale. De même pour la charge de compensation, la prise en compte de la prévision du MEF indique une baisse au titre de 2020. Pour leur part, les recettes fiscales ont été légèrement ajustées à la baisse sous l'effet de la révision de la croissance économique.

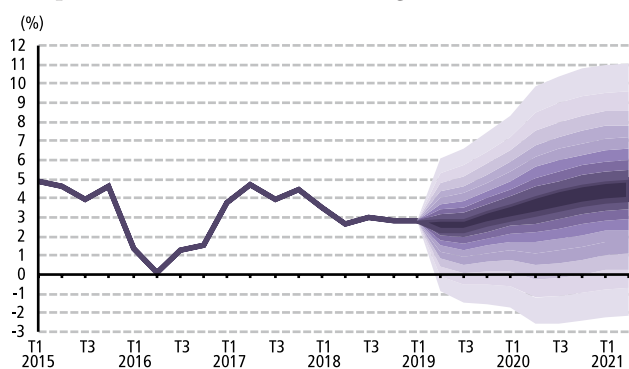
Relative amélioration des activités non agricoles

Après s'être établie à 3% en 2018, la croissance nationale devrait de nouveau décélérer à 2,7% en 2019, pâtissant d'une baisse de 4,7% de la valeur ajoutée agricole. Ces prévisions ont été légèrement révisées à la baisse, en raison de l'actualisation par le Ministère de l'Agriculture de l'estimation de la production céréalière au titre de la campagne 2018-2019. En revanche, les évolutions récentes continuent de corroborer le raffermissement prévu des activités non agricoles, dont la valeur ajoutée s'accroîtrait de 3,6% sur l'ensemble de l'année 2019 après 2,6% en 2018.

En 2020, la croissance devrait s'accélérer à 3,8%, un rythme toutefois moins rapide que prévu en juin, compte tenu essentiellement des perspectives moins prometteuses de la demande étrangère. Cette évolution reflèterait une amélioration de 6,3% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne. Pour sa part, la valeur ajoutée non agricole maintiendrait un rythme soutenu, quoiqu'en légère révision à la baisse à 3,6%, contre 3,9% communiqué en juin.

Du côté de la demande, la croissance nationale resterait portée par la demande intérieure sur l'horizon de prévision, qui gagnerait graduellement en vigueur, dans le sillage notamment d'une inflation contenue, de la revalorisation salariale et de l'augmentation des allocations familiales décidées dans le cadre du dialogue social. Quoiqu'en allègement d'une année à l'autre, les échanges extérieurs maintiendraient une contribution négative à la croissance, impactés en particulier par les perspectives moins favorables de l'activité économique chez les principaux partenaires.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2019 - T2 2021), en glissement annuel *



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

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

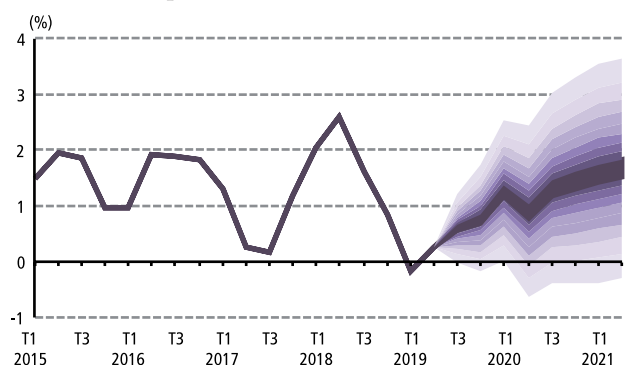
Niveau faible de l'inflation en 2019, après une accélération en 2018

Dans un contexte de faibles pressions inflationnistes d'origines aussi bien interne qu'externe, l'inflation sous-jacente s'affaiblirait de 1,1% en 2018 à 0,7% en 2019. Sur le reste de l'horizon de prévision, celle-ci devrait augmenter graduellement, sous l'effet de la résorption progressive attendue du cycle négatif de la demande intérieure et de l'atténuation prévue de l'appréciation du TCER. Elle atteindrait 1,6% en moyenne en 2020, un taux légèrement supérieur à celui communiqué en juin, compte tenu notamment de l'ajustement à la hausse de la demande intérieure, en lien avec l'actualisation de l'enveloppe budgétaire de la revalorisation des salaires et des allocations familiales.

S'agissant des autres composantes, la croissance des prix des produits réglementés devrait décélérer en 2019, incorporant notamment le relèvement opéré de la TIC sur les tabacs, avant de retrouver un rythme tendanciel en 2020. Ceux des carburants et lubrifiants, pour leur part, accuseraient un repli en 2019, avant de connaître un léger accroissement en 2020, en ligne avec les projections des cours mondiaux du Brent. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, ils termineraient l'année sur une baisse plus importante que prévu en juin, tenant compte des niveaux inférieurs aux attentes enregistrés entre mai et juillet, avant de se stabiliser en 2020, sous l'hypothèse de la dissipation graduelle des effets de chocs d'offre.

En somme, l'inflation devrait nettement ralentir, passant de 1,9% en 2018 à 0,4% en 2019, avant de s'accélérer modérément à 1,2% en 2020.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2019- T2 2021)*



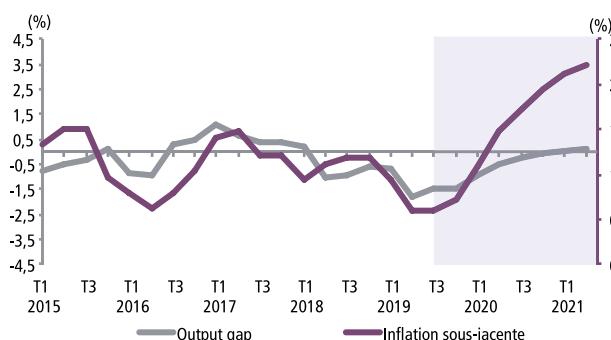
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation

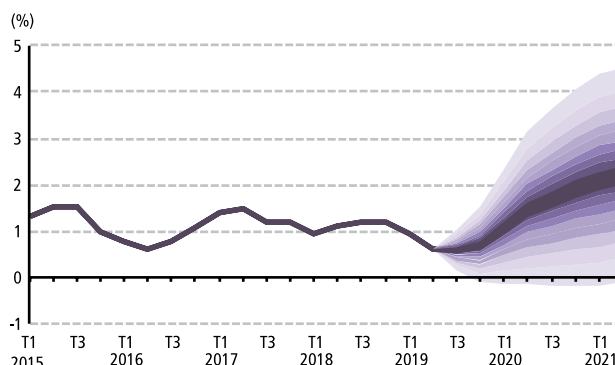
	Réalizations				Prévisions			Ecart (sept./juin)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Horizon de 8 trimestres (T3 2019-T2 2021)	2019	2020
Inflation	1,6	1,6	0,7	1,9	0,4	1,2	1,2	-0,2	0,0
Inflation sous-jacente	1,4	0,8	1,3	1,1	0,7	1,6	1,5	-0,1	0,1

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2019-T2 2021)*



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

7.3 Balance des risques

Cet exercice de prévision intervient dans un contexte macroéconomique global agité. Les différends commerciaux internationaux et les incertitudes prolongées qui en résultent pèsent sur les échanges commerciaux et entraînent une volatilité accrue des marchés. Ce continuum de risques peut, en cas de matérialisation, affecter la trajectoire centrale des prévisions. La balance des risques ressort orientée à la baisse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation.

Les incertitudes entourant la trajectoire centrale des prévisions de la croissance nationale ont trait principalement à des facteurs extérieurs, dont en particulier une dégradation plus marquée de la demande étrangère. Celle-ci demeure, en effet, assujettie à d'importants risques baissiers, liés notamment à la guerre commerciale et aux inquiétudes entourant les modalités du Brexit. S'agissant des prévisions d'inflation, et tenant compte des fortes incertitudes sur le marché du pétrole, des cours supérieurs/inférieurs à ceux retenus dans le scénario central pourraient se traduire par des taux d'inflation plus/moins élevés, à travers leurs effets directs sur les prix domestiques des carburants et indirects sur les coûts de production. Les pressions inflationnistes baissières d'origine externe peuvent également provenir d'une éventuelle accentuation de l'appréciation du taux de change effectif réel, compte tenu notamment des pressions à la baisse sur les monnaies de certains pays émergents.

Pour ce qui est des projections des autres variables, celles des RIN en particulier restent tributaires notamment de la concrétisation de la sortie du Trésor à l'international prévue en 2020 et, dans une moindre mesure, des entrées de dons du CCG.

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 E1.1.1	: Evolution de la production industrielle en glissement annuel	16
Graphique E1.1.2	: Evolution des contributions à la croissance	16
Graphique E1.1.3	: Evolution de la croissance et des exportations en glissement annuel (en %)	17
Graphique E1.1.4	: Exportations allemandes en 2018 par principales destinations	17
Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	17
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	18

Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	18
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	18
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	19
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent	20
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais.....	21
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile	23
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	24
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	24
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	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	29
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	30
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au deuxième trimestre 2019	30
Graphique 3.15	: Evolution des bons du Trésor	31
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	31
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	33
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	34
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin août.....	34
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin août	34
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin août	35
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	35
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	36
Graphique 5.2	: PIB par composante	37
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	38
Graphique 5.4	: Créations d'emplois par secteur (en milliers).....	38
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation	39
Graphique 5.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	39
Graphique 5.7	: Output-gap global	39
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente	41
Graphique 6.2	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	42
Graphique 6.3	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	42
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	42
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	43
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	44
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises	44
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	44

Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	44
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	45
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	48
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	48
Graphique 7.3	: Taux de change USD/EUR	49
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	50
Graphique 7.5	: Indice FAO des prix des produits alimentaires	50
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	50
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	50
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2019 - T2 2021)	53
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2019- T2 2021)	54
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	54
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2019-T2 2021)	54

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	15
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage	18
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	21
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	22
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	23
Tableau 2.3	: Evolution des importations	23
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits énergétiques à l'import	23
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services	24
Tableau 2.6	: Evolution du flux des investissements directs	24
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	25
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	26
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	26
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	33
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	33
Tableau 4.3	: Financement du déficit	35
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	35
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	40
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	42
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	43
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	51
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire	52
Tableau 7.3	: Croissance économique	53
Tableau 7.4	: Inflation.....	54

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1	: L'essoufflement de la croissance en Allemagne.....	16
-------------	--	----