



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 47 / 2018

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 19 JUIN 2018

Dépôt légal : 2018/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

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

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



[@BankAlMaghrib](https://twitter.com/BankAlMaghrib)

# SOMMAIRE

<b>Préambule</b>	<b>5</b>
<b>Communiqué</b>	<b>7</b>
<b>Aperçu général</b>	<b>10</b>
<b>1. Développements internationaux</b>	<b>15</b>
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	16
1.3 Prix des matières premières et inflation	19
<b>2. Comptes extérieurs</b>	<b>21</b>
2.1 Evolution de la balance commerciale	21
2.2 Autres rubriques de la balance courante	22
2.3 Compte financier	23
<b>3. Monnaie, crédit et marché des actifs</b>	<b>24</b>
3.1 Conditions monétaires	24
3.2 Prix des actifs	28
<b>4. Orientation de la politique budgétaire</b>	<b>31</b>
4.1 Recettes ordinaires	31
4.2 Dépenses	32
4.3 Déficit et financement du Trésor	33
<b>5. Demande, offre et marché du travail</b>	<b>35</b>
5.1 Demande intérieure	35
5.2 Demande extérieure	36
5.3 Offre globale	36
5.4 Marché du travail et capacités de production	37
<b>6. Evolution récente de l'inflation</b>	<b>40</b>
6.1. Evolution de l'inflation	40
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	43
6.3. Anticipations de l'inflation	44
6.4. Prix à l'importation et à la production	45
<b>7. Perspectives à moyen terme</b>	<b>46</b>
Synthèse	46
7.1 Hypothèses sous-jacentes	48
7.2 Projections macroéconomiques	51
7.3 Balance des risques	55
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS</b>	<b>56</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	<b>57</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>59</b>
<b>LISTE DES ENCADRES</b>	<b>59</b>

بنك المغرب  
بنك المغرب خير

# PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

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

*Le Wali, Président*

*Le Directeur Général*

*Le Commissaire du Gouvernement*

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

*M. Abdellatif BELMADANI*

*M. Mohammed BENAMOUR*

*Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN*

*M. Bassim JAI-HOKIMI*

*M. Mustapha MOUSSAOUI*

بنك المغرب  
بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 19 juin 2018

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 19 juin sa deuxième réunion trimestrielle de l'année 2018.
2. Lors de cette réunion, il a examiné et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2017.
3. Le Conseil a également analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques de la Banque pour les huit prochains trimestres.
4. Sur la base de ces évaluations, notamment celles des trajectoires de l'inflation et de la croissance à moyen terme, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 2,25% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
5. Le Conseil a noté que l'inflation a marqué une nette accélération sur les quatre premiers mois de l'année. Cette évolution reflète l'impact de la révision par le HCP en mars dernier de la structure du panier de référence de l'indice des prix à la consommation, ainsi que des hausses notables des prix des produits alimentaires à prix volatils et des tarifs des produits réglementés. Portée par ces chocs temporaires, l'inflation devrait atteindre 2,4% en 2018, avant de revenir à 1,4% en 2019. Sa composante sous-jacente, qui mesure la tendance fondamentale des prix, continuerait à évoluer à des niveaux modérés, avoisinant 1,1% en 2018 et 1,6% en 2019.
6. Au plan international, malgré quelques signes de modération enregistrés au niveau de certaines économies avancées au premier trimestre 2018, la croissance mondiale reste soutenue. Ses perspectives à moyen terme demeurent globalement favorables, mais entourées de plusieurs risques liés notamment à la politique commerciale des Etats-Unis, aux tensions géopolitiques, ainsi qu'aux difficultés politiques dans certains pays européens. Dans la zone euro, la progression du PIB serait de 2,3% en 2018 avant de décélérer à 1,8% en 2019, impactée par le durcissement prévu des conditions monétaires. Aux Etats-Unis, tirant profit des mesures fiscales, elle atteindrait 2,7%, puis reviendrait à 2% en 2019. Sur le marché du travail, la situation continue également de s'améliorer, avec un recul du chômage dans la zone euro et une poursuite de la vigueur des créations d'emplois aux Etats-Unis. Dans les pays émergents, l'activité bénéficie de la consolidation de la demande émanant des pays avancés et, pour certains d'entre eux, du renchérissement du pétrole et de la dépréciation de leurs monnaies. La croissance se renforcerait ainsi en Russie et au Brésil, se consoliderait en Inde et ralentirait en Chine, en relation avec la politique de rééquilibrage de son économie.
7. Sur le marché des matières premières, les cours étaient orientés globalement à la hausse sur les cinq premiers mois de 2018. Le prix du Brent en particulier devrait terminer l'année sur un cours moyen de 67,2 \$/bl, en

progression de 23,5%, impacté par l'accord de réduction de la production, les tensions géopolitiques et l'amélioration de la demande. En 2019, reflétant l'accroissement prévu de la production aux Etats-Unis, il reviendrait à 62,5 \$/bl. Pour le phosphate et ses dérivés, les cours se sont également inscrits en augmentation, sous l'effet notamment de celle des coûts de production et d'une demande soutenue. Les cours se sont ainsi accrus en glissement annuel de 14,3% à 407 \$/mt en mai pour le DAP, de 18,5% à 326 \$/mt pour le TSP et de 3% à 103 \$/mt pour le phosphate brut. A moyen terme, ils resteraient proches de ces niveaux.

8. Dans ces conditions, l'inflation continuerait d'évoluer en deçà de l'objectif de la BCE dans la zone euro, avoisinant 1,5% en 2018 et 1,4% en 2019, tandis qu'aux Etats-Unis, elle se situerait à un niveau proche de la cible de la FED.
9. Au plan des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 14 juin de maintenir ses taux inchangés, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019. Elle a également indiqué qu'elle prévoit de réduire à partir de septembre 2018, le rythme mensuel des achats nets d'actifs de 30 milliards d'euros à 15 milliards d'euros et d'arrêter ces achats à fin décembre 2018. Pour sa part, la FED a relevé, lors de sa réunion des 12 et 13 juin, d'un quart de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 1,75%-2% et a réitéré que sa politique monétaire reste accommodante, soutenant ainsi la vigueur du marché du travail et un retour graduel de l'inflation vers sa cible.
10. Au niveau national, la croissance s'est accélérée à 4,1% en 2017 après 1,1% en 2016. Cette amélioration a été portée par un rebond de 15,4% de la valeur ajoutée agricole, tandis que la progression de celle des activités non agricoles s'est limitée à 2,7%. A moyen terme, ces dernières poursuivraient, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, leur reprise, avec une croissance de 3,2% en 2018 et de 3,5% en 2019. Pour sa part, la valeur ajoutée agricole s'accroîtrait de 5,7% en 2018 à la faveur de la bonne campagne agricole, avec notamment une production céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 98,2 millions de quintaux, avant de reculer de 1,7% en 2019, sous l'hypothèse d'une campagne agricole normale. La croissance nationale devrait ainsi revenir à 3,6% en 2018 et à 3,1% en 2019. Du côté de la demande, la consommation des ménages et l'investissement maintiendraient un rythme soutenu à moyen terme, tandis que la contribution des exportations nettes à la croissance redeviendrait négative.
11. Sur le marché du travail, l'économie nationale a généré entre le premier trimestre de 2017 et le même trimestre de 2018, 116 mille postes, dont 50 mille dans les services, 43 mille dans l'agriculture et 32 mille dans le BTP ; l'industrie, y compris l'artisanat, ayant en revanche accusé une perte de 9 mille emplois. Tenant compte d'une entrée nette de 92 mille demandeurs sur le marché, le taux d'activité a reculé de 0,4 point à 47,1% et le taux de chômage est revenu de 10,7% à 10,5% au niveau national et de 15,7% à 15,6% en milieu urbain.
12. S'agissant des comptes extérieurs, la dynamique des exportations s'est maintenue sur les cinq premiers mois de l'année, portée essentiellement par une hausse notable des ventes de la construction automobile et des recettes voyages. En parallèle, le rythme des importations de biens est resté soutenu, notamment pour les biens d'équipement et les produits énergétiques. Pour ce qui est des perspectives, les exportations de biens progresseraient de 5,8% en 2018 et de 6,9% en 2019, résultat en particulier de la poursuite de la performance



de l'industrie automobile avec la mise en production annoncée de l'usine Peugeot. De même, les recettes voyages s'amélioreraient de 8% en 2018 et de 4% en 2019. En regard, les importations de biens augmenteraient de 7,2%, tirées par l'alourdissement de la facture énergétique et des acquisitions de biens d'équipement, avant de décélérer à 3,7% en 2019. Par ailleurs, les transferts des MRE maintiendraient leur dynamique en 2018 avec un accroissement prévu de 6%, et ralentiraient à 4,1% en 2019. Tenant compte du reliquat de 7 milliards de dirhams au titre des dons du CCG prévu pour 2018, le déficit du compte courant avoisinerait 4,1% du PIB au terme de cette année et s'allégerait à 3,6% en 2019. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'afflux d'IDE équivalents à 4,4% du PIB et 3,5% respectivement, les réserves de change termineraient l'année à 255,4 milliards de dirhams et s'établiraient à 245,9 milliards au terme de 2019, assurant ainsi la couverture de 5 mois et 25 jours puis 5 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

13. Au plan monétaire, le cours du dirham s'est apprécié au premier trimestre de 2,5% contre le dollar américain et s'est déprécié de 1,8% vis-à-vis de l'euro, traduisant principalement la variation de la parité euro/dollar. Tenant compte également des évolutions de l'inflation et des cours des monnaies des autres pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif s'est déprécié de 0,9% en termes nominaux et de 0,8% en termes réels, contribuant ainsi à maintenir des conditions monétaires accommodantes. Pour leur part, les taux débiteurs ont accusé un recul de 15 points de base, qui a concerné notamment les prêts immobiliers et les facilités de trésorerie aux entreprises. Dans ce contexte, le crédit au secteur non financier a progressé de 4,1% à fin avril, avec une hausse notable des prêts à l'équipement, alors que les facilités de trésorerie ont accusé une diminution. Tenant compte de ces évolutions, des perspectives de la croissance non agricole et des anticipations du système bancaire, la prévision a été revue à la baisse pour 2018 à 4% et maintenue inchangée à 4,5% pour 2019.
14. Au niveau des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin avril s'est soldée par un creusement du déficit budgétaire de 1,4 milliard à 14,2 milliards, résultat en particulier d'un recul du solde positif des comptes spéciaux du Trésor. Les recettes ordinaires ont augmenté de 1,1%, reflétant principalement l'amélioration des rentrées au titre des impôts indirects, tandis que les dépenses globales se sont allégées de 1,1%, avec notamment des baisses de 2,7% de l'investissement et de 11,7% de la charge de compensation. A moyen terme, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à un rythme, toutefois, plus lent que prévu en mars, le déficit devant avoisiner 3,4% du PIB en 2018 et 3,3% en 2019.

## APERÇU GÉNÉRAL

Au premier trimestre de l'année, l'activité économique a poursuivi son raffermissement dans les principaux pays avancés. La croissance aux Etats-Unis s'est de nouveau accélérée à 2,8%, et est restée vigoureuse dans la zone euro, quoiqu'en décélération. Cette performance s'est reflétée sur la situation du marché du travail qui a continué de s'améliorer. Le taux de chômage a poursuivi sa baisse aux Etats-Unis pour se situer à 3,8% en mai, soit le niveau le plus bas depuis 2001, avec une création de 223 mille emplois. De même, ce taux a diminué à 8,5% en avril dans la zone euro, avec un léger recul en Allemagne et en Espagne.

Au niveau des principaux pays émergents, l'activité a connu des évolutions contrastées. La croissance s'est stabilisée de nouveau à 6,8% en Chine et s'est améliorée de 6,6% à 7,6% en Inde et de 0,9% à 1,3% en Russie, tandis qu'elle a ralenti de 2,1% à 1,2% au Brésil.

Sur les places boursières, les principaux indices des économies avancées étaient orientés à la hausse entre avril et mai malgré la remontée des tensions géopolitiques et des tendances protectionnistes. Pour les économies émergentes, le MSCI EM ressort en baisse, avec notamment une importante diminution de 14,7% de l'indice de la Turquie.

Sur les marchés de la dette souveraine, la montée de l'aversion pour le risque s'est traduite par un repli vers les valeurs refuges, notamment les obligations américaines à 10 ans. Celles-ci ont vu leur taux de rendement revenir à 2,8% à la fin du mois de mai, après avoir atteint leur plus haut niveau depuis 2011 à 3,1% au cours du même mois. Pour les principales économies européennes, ce taux s'est stabilisé en France et en Allemagne et a augmenté en Espagne et en Italie, en lien notamment avec les difficultés politiques auxquelles font face ces deux pays.

Pour ce qui est des marchés de change, l'euro s'est déprécié de 3,7% vis-à-vis du dollar entre avril et mai, en liaison notamment avec la crise politique en Italie, alors qu'il s'est légèrement apprécié de 0,7% contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles ont connu des dépréciations par rapport au dollar avec en particulier un affaiblissement de la livre turque de 9,1%. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'accroissement annuel a enregistré, entre mars et avril, une légère décélération de 3,4% à 3,3% aux Etats-Unis, alors qu'il s'est accéléré de 3% à 3,1% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, les cours ont marqué des hausses quasi généralisées en mai. Le prix du Brent s'est accru de 50,7% en glissement annuel pour s'établir à 76,65 dollars le baril en moyenne, sous l'effet de la montée des tensions géopolitiques et la contraction des stocks aux Etats-Unis. De même, les prix des produits hors énergie ont progressé de 8,8%, avec en particulier des hausses de 3% pour le phosphate brut, de 14,3% pour le DAP, de 18,5% pour le TSP et de 19,2% pour l'urée. Dans ce contexte, l'inflation s'est accélérée en mai à 1,9% dans la zone euro et à 2,8% aux Etats-Unis.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 14 juin de maintenir ses taux inchangés, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation conforme aux anticipations

actuelles d'un ajustement durable. La Banque a également affirmé qu'elle prévoit réduire à partir de septembre 2018, le rythme mensuel des achats nets d'actifs de 30 milliards d'euros à 15 milliards d'euros et d'arrêter ces achats à fin décembre 2018.

Pour sa part, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 12 et 13 juin, de relever d'un quart de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 1,75%-2% et a réitéré que sa politique monétaire reste accommodante soutenant ainsi la vigueur du marché du travail et un retour graduel de l'inflation vers sa cible.

Au plan national, les données provisoires des comptes extérieurs à fin avril attestent de la poursuite de la dynamique des exportations, traduisant essentiellement une amélioration de 20,6% pour la construction automobile et de 22% pour l'aéronautique, les expéditions de phosphates et dérivés ayant, en revanche, accusé un repli de 4,2%. En parallèle, les importations ont enregistré une hausse de 9,6%, tirée principalement par une augmentation de 15,1% des achats de biens d'équipement et de 10,2% des acquisitions de biens de consommation. Pour les autres principales composantes du compte courant, la dynamique des recettes voyages et des transferts des MRE s'est poursuivie avec des accroissements respectifs de 18,2% et de 12,9%. Tenant compte de ces évolutions et de celles des principales opérations financières, notamment d'un flux net de 6,6 milliards de dirhams au titre des IDE, les réserves de change se sont établies à 229,4 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

Pour ce qui est de la liquidité bancaire, le besoin s'est accentué à 55,6 milliards de dirhams en avril. Bank Al-Maghrib a ainsi augmenté le volume de ses injections, le portant à 55,4 milliards et le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire est resté aligné sur le taux directeur. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une dépréciation du taux de change effectif réel et une diminution des taux débiteurs. Dans ce contexte, le crédit au secteur non financier a progressé de 4,1% en avril au lieu de 3,8% en décembre 2017. Compte tenu également du renforcement des créances sur l'administration centrale et de l'atténuation de la baisse des réserves de change, l'agrégat M3 s'est accru de 4,4%.

Sur le volet des finances publiques, les données arrêtées à fin avril 2018 font ressortir un déficit budgétaire de 14,2 milliards, en creusement de 1,4 milliard par rapport à la même période de 2017, en liaison avec la baisse de 3,4 milliards à 7,2 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor. Les dépenses globales se sont, pour leur part, allégées de 1,1% avec en particulier une diminution des dépenses d'investissement, des intérêts de la dette et de la charge de compensation. En parallèle, les recettes ordinaires ont augmenté de 1,1%, reflétant notamment l'amélioration des rentrées fiscales. Tenant compte de la réduction de 215 millions des arriérés de paiement, le Trésor a enregistré un déficit de caisse de 14,4 milliards, quasi-stable d'une année à l'autre. Ce besoin ainsi que le flux net extérieur négatif de 3,4 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 17,8 milliards. Par conséquent, la dette publique directe aurait progressé à fin avril de 1,9% par rapport à son niveau de décembre 2017.

Au plan des comptes nationaux, la croissance aurait ralenti à 3,4% au premier trimestre 2018 par rapport à la même période de l'année dernière, avec une nette décélération de la valeur ajoutée agricole à 4,4%. Les activités non agricoles continueraient de croître à un rythme modéré. Du côté de la demande, cette évolution

reflèterait notamment le ralentissement du rythme d'accroissement de la consommation finale des ménages et de l'investissement.

Dans ce contexte, la situation sur le marché du travail a été marquée par une création nette de 116 mille emplois au premier trimestre 2018 par rapport au même trimestre de 2017, avec une augmentation de 50 mille postes dans les services, de 43 mille dans le secteur de l'agriculture, forêt et pêche et de 32 mille dans le BTP, ainsi qu'une perte de 9 mille dans l'Industrie y compris l'Artisanat. Tenant compte d'une entrée nette de 92 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité est revenu de 47,5% à 47,1% et le taux de chômage a baissé de 10,7% à 10,5%. Ce recul n'a pas concerné toutefois les jeunes de 15 à 24 ans, dont le taux a atteint 25,7% au niveau national et 43,5% en milieu urbain.

Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers se sont quasiment stabilisés au premier trimestre 2018, recouvrant de légères hausses pour le résidentiel et pour les biens à usage professionnel et un repli pour les terrains. En parallèle, les transactions ont accusé un recul de 2,3%, reflétant particulièrement une diminution des ventes des actifs résidentiels et du foncier. Au niveau de la bourse de Casablanca, l'indice de référence a marqué une performance de 5,4% au premier trimestre et le volume des transactions sur le marché central s'est chiffré à 11,9 milliards de dirhams, en baisse de 16,2% par rapport au même trimestre de 2017.

Pour ce qui est de l'inflation, elle s'est nettement accéléré, passant de 2% au premier trimestre 2018 à 2,7% en avril. Cette évolution est liée principalement à une augmentation de 10,4% contre 5% des prix des produits alimentaires à prix volatils et de 5% au lieu de 2,2% des prix des carburants et lubrifiants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente a continué d'évoluer à un rythme modéré, avec un taux de 1% après 0,9% et les tarifs des produits réglementés ont maintenu leur rythme de progression à 2,8%.

En termes de perspectives, l'activité économique mondiale devrait continuer à se raffermir avec toutefois une montée des incertitudes. La croissance s'accélérait aux Etats-Unis à 2,7% en 2018, bénéficiant en particulier des réformes fiscales, avant de revenir à 2% en 2019 et devrait se consolider dans la zone euro à 2,3% en 2018 et à 1,8% en 2019. Dans ces conditions, le taux de chômage devrait revenir à 4,1% en 2018 avant d'augmenter à 4,2% en 2019 aux Etats-Unis et baisserait à 8,5% respectivement dans la zone euro. Dans les principaux pays émergents, l'activité économique continuerait à s'améliorer en Russie et au Brésil, alors qu'en Chine, elle poursuivrait son ralentissement sous l'effet de la politique du rééquilibrage de l'économie.

Sur les marchés des matières premières, les cours mondiaux du pétrole poursuivraient leur tendance haussière en 2018, reflétant principalement une réduction plus importante qu'attendu de la production et l'accroissement des tensions géopolitiques. Le cours du Brent devrait s'établir ainsi à 67,2 \$/bl avant de reculer à 62,5 \$/bl en 2019, sous l'effet essentiellement de l'augmentation prévue des extractions, notamment aux Etats-Unis. Pour leur part, les prix des produits alimentaires ont enregistré un repli sur les premiers mois de l'année, et devraient se maintenir un niveau bas à moyen terme. Pour ce qui du phosphate et dérivés, les prix devraient passer à 390 \$/mt en 2018 et à 395\$/mt en 2019 pour le DAP, et à 315\$/mt et 320\$/mt respectivement pour le TSP. Quant au phosphate brut, les cours baisseraient à 95\$/mt en 2018 avant d'augmenter à 97\$/mt en 2019.

Dans ces conditions, et tenant compte particulièrement de la consolidation de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis devrait se stabiliser à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED, et continuerait à osciller autour de 1,5% dans la zone euro, en raison essentiellement de la modération de la tendance fondamentale des prix.

Au niveau national, la dynamique des exportations observée en 2017 devrait se poursuivre à moyen terme avec une progression de 5,8% en 2018 et de 6,9% en 2019, sous l'effet essentiellement de la hausse des ventes de la construction automobile, suite à la mise en production prévue de l'usine Peugeot. En parallèle, les importations progresseraient de 7,2%, avec en particulier un alourdissement de la facture énergétique et une hausse des acquisitions de biens d'équipement, avant de revenir à 3,7% en 2019. Pour leur part, les recettes de voyage poursuivraient leur dynamique, quoiqu'un rythme moindre, avec une augmentation de 8% en 2018 et de 4% en 2019, et la progression des transferts des MRE s'accélérait à 6% en 2018 avant de se consolider à 4,1% en 2019. Tenant compte également d'une entrée de dons CCG de 7 milliards de dirhams en 2018, le compte courant devrait se creuser à 4,1% du PIB en 2018 avant de revenir à 3,6% en 2019. Au total, et sous l'hypothèse d'un afflux d'IDE équivalent à 4,4% du PIB en 2018 et à 3,5% en 2019, les réserves internationales nettes atteindraient 255,4 milliards en 2018 avant de reculer à 245,9 milliards en 2019. Leur couverture en mois d'importations se situerait à 5 mois et 25 jours et à 5 mois et 18 jours respectivement.

Tenant compte de ces évolutions et de la hausse de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité des banques devrait s'établir à 39,8 milliards de dirhams à fin 2018 avant de s'accroître à 59,6 milliards au terme de 2019.

Les conditions monétaires resteraient accommodantes à moyen terme, en relation avec la dépréciation prévue du taux de change effectif réel, notamment en 2018. Dans ces conditions, et compte tenu des évolutions récentes, notamment des prêts à la promotion immobilière, le taux d'accroissement du crédit au secteur non financier a été revu à la baisse à 4% en 2018 et maintenu inchangé à 4,5% en 2019.

Au niveau des finances publiques, et sous l'hypothèse de la poursuite de la mobilisation des recettes, d'une maîtrise des dépenses et de la concrétisation des entrées prévues de dons CCG, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme, quoiqu'à un rythme plus lent que prévu en mars, avec un déficit à 3,4% du PIB en 2018 et à 3,3% en 2019.

Dans ce contexte et après un taux de 4,1% en 2017, la croissance ralentirait à 3,6% en 2018 et à 3,1% en 2019. La hausse de la valeur ajoutée agricole ressortirait à 5,7% au lieu de 2,3% prévue précédemment, tenant compte d'une première estimation de la production céréalière de 98,2 millions de quintaux communiquée par le Ministère de l'Agriculture, et les activités non agricoles poursuivraient leur reprise à un rythme toutefois lent, avec des accroissements de 3,2% en 2018 et de 3,5% en 2019. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait à soutenir la croissance, tandis que la contribution à la croissance des exportations nettes serait négative.

En ce qui concerne l'inflation, tenant compte de la révision de la structure du panier de référence de l'IPC opérée par le HCP en mars et de la hausse temporaire des composantes exclues de la sous-jacente, elle devrait augmenter

sensiblement, passant de 0,7% à 2,4% en 2018, avant de revenir à 1,4% en 2019. Sa composante sous-jacente devrait toutefois légèrement décélérer en 2018, tenant compte d'une diminution à court terme de la contribution de certains produits alimentaires qui y sont inclus, avant de revenir à 1,6% en 2019.

Le scénario central des prévisions de BAM reste entouré de plusieurs risques avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, elle pourrait être impactée négativement par l'affaiblissement de la demande étrangère adressée au Maroc, sous l'effet de plusieurs facteurs notamment la montée des tensions géopolitiques, les politiques restrictives de l'administration américaine en matière de commerce, l'instabilité politique dans certains pays de la zone euro et le risque d'une décélération plus rapide de la croissance en Chine. Au niveau national, la campagne de boycott qui a visé certains secteurs pourrait constituer une source non négligeable de pressions à la baisse sur l'activité économique. Pour ce qui est de l'inflation, des niveaux plus élevés des cours du pétrole sur le marché international et une augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social, impacteraient à la hausse l'évolution des prix.

## 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les données de la conjoncture internationale disponibles à fin avril font ressortir globalement la poursuite de la dynamique de l'activité économique dans les principaux pays avancés. Ainsi, la croissance s'est raffermie aux Etats-Unis et reste vigoureuse dans la zone euro, malgré une décélération au premier trimestre. En revanche, au Royaume-Uni, elle a poursuivi son ralentissement entamé depuis le début de 2017, et au Japon elle a marqué un second fléchissement successif. Dans les principales économies émergentes, la croissance a stagné en Chine, s'est accélérée en Inde et en Russie et a sensiblement décéléré au Brésil. Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage a baissé à 3,8% en mai aux Etats-Unis, avec une nette hausse des créations d'emplois. De même dans la zone euro, il a diminué à 8,5% en avril, son niveau le plus faible depuis décembre 2008. Quant aux marchés financiers, ils ont été impactés en mai par un climat d'incertitudes et de montée des tensions géopolitiques. Ce contexte a favorisé un regain d'appétit pour les valeurs refuges, notamment les obligations américaines à 10 ans dont le taux de rendement s'est inscrit en baisse à partir de la deuxième semaine du mois de mai. Pour leur part, les marchés de change ont été marqués par la dépréciation de l'euro par rapport au dollar en liaison notamment avec la crise politique en Italie et en Espagne. Parallèlement, une hausse généralisée a été enregistrée au niveau des cours internationaux des matières premières. Plus particulièrement, le prix du pétrole a poursuivi sa progression, en lien notamment avec l'intensification des tensions géopolitiques et la contraction des stocks américains. Dans ces conditions, l'inflation s'est accélérée à 1,9% dans la zone euro et à 2,8% aux Etats-Unis, tandis qu'elle est demeurée inchangée à 2,4% au Royaume-Uni. Globalement, ces évolutions laissent présager l'apparition de risques de pressions inflationnistes d'origine externe pour l'économie marocaine, sous l'effet notamment du renchérissement des matières premières.

### 1.1 Activité économique et emploi

#### 1.1.1 Activité économique

Au premier trimestre 2018, la croissance aux Etats-Unis a poursuivi son accélération observée depuis le deuxième trimestre 2016. En effet, le PIB s'est accru de 2,8% en glissement annuel après 2,6%, porté notamment par la bonne tenue de l'investissement et de la consommation. Par ailleurs, dans la zone euro, la croissance est restée solide et ce, en dépit d'une décélération à 2,5% après 2,8% le trimestre précédent. Par pays, elle s'est inscrite en recul de 2,9% à 2,3% en Allemagne, de 2,8% à 2,2% en France, de 1,6% à 1,4% en Italie et de 3,1% à 3,0% en Espagne.

A l'opposé, au Royaume-Uni, l'activité économique a de nouveau ralenti, la croissance ayant revenu à 1,2% après 1,4%. Cette évolution s'explique en grande partie par la dépréciation de la livre sterling qui a pesé sur les revenus réels des ménages entraînant un recul de la consommation. De même, la croissance a ralenti au Japon revenant de 1,8% à 1%, résultat de la baisse de l'investissement et de la consommation des ménages.

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

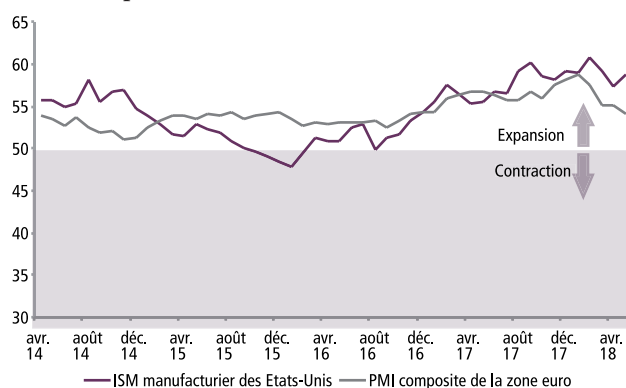
	2016				2017				2018
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
<b>Pays avancés</b>									
<b>Etats-Unis</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	
<b>Zone euro</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	
France	1,1	0,9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

Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée à 6,8% en Chine au premier trimestre 2018. Elle s'est améliorée par ailleurs en Inde à 7,6% après 6,6% et à 1,3% après 0,9% en Russie. En revanche, la croissance au Brésil s'est inscrite en décélération, revenant de 2,1% à 1,2%.

Quant aux indicateurs de haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro continue sa baisse observée depuis février, s'établissant à 54,1 points en mai contre 55,1 points le mois précédent. A l'opposé, les données de l'ISM manufacturier des Etats-Unis indiquent une amélioration à 58,7 points après 57,3 points enregistré en avril.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

### 1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a baissé à 3,8% en mai 2018 contre 3,9% le mois précédent, soit son plus bas niveau depuis 2001, avec une hausse des créations d'emplois à 223.000 postes en mai, contre 159.000 postes en avril. Dans la zone euro, ce taux a diminué à 8,5% en avril, soit son niveau le plus faible depuis décembre 2008. Par pays, il s'est stabilisé à 9,2% en France, a baissé à 3,4% en Allemagne et à 15,9% en Espagne, et a en revanche augmenté à 11,2% en Italie. Au Royaume-Uni, les données du mois de février indiquent une stabilité d'un mois à l'autre du taux de chômage à 4,1%.

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

	2016	2017	2018		
			mars	avr.	mai
<b>Etats-Unis</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>
<b>Zone euro</b>	<b>10,0</b>	<b>9,1</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>n.d</b>
France	10,1	9,4	9,2	9,2	n.d
Italie	11,7	11,2	11,1	11,2	n.d
Allemagne	4,1	3,8	3,5	3,4	n.d
Espagne	19,6	17,2	16,1	15,9	n.d
<b>Royaume-Uni</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>n.d</b>	<b>n.d</b>	<b>n.d</b>

Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

Au niveau des marchés boursiers, malgré la remontée des tensions géopolitiques et commerciales, les principaux indices des économies avancées ont été orientés entre avril et mai à la hausse. Cette évolution tient en partie à la publication des minutes de la dernière réunion de la FED, laissant entendre qu'une accélération de l'inflation ne débouchera pas nécessairement sur un relèvement plus rapide du taux directeur aux Etats-Unis. Ainsi, le Dow Jones industriels a augmenté de 1,2%, l'Eurostoxx 50 de 2,7%, le FTSE 100 de 5,6% et le NIKKEI 225 de 3,3%. Ces évolutions se sont accompagnées d'une baisse de la volatilité tant sur les marchés américains qu'européens. Concernant les pays émergents, le MSCI EM a accusé une baisse de 1,7%, reflétant notamment la diminution de 14,7% de l'indice de la Turquie.

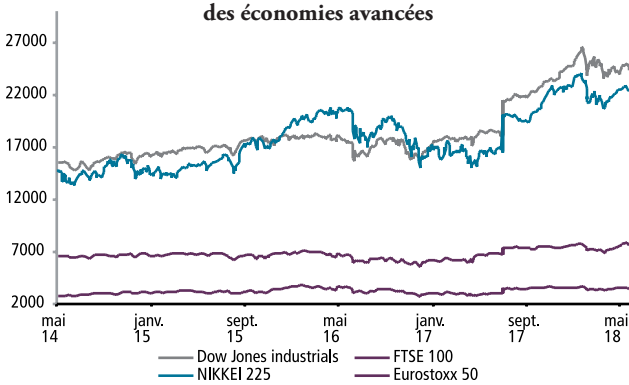
Le regain des tensions géopolitiques et commerciales ont suscité une montée de l'aversion pour le risque chez les investisseurs et par conséquent, un repli vers les valeurs refuges dont notamment les obligations américaines à 10 ans. Celles-ci ont vu leur taux de rendement revenir à 2,8% à la fin du mois de mai, après avoir atteint leur plus haut niveau depuis 2011 à 3,1% au cours du même mois. En moyenne ce taux ressort en stagnation à près de 3% entre avril et mai. Pour les principales économies européennes, le taux de rendement à 10 ans s'est stabilisé à 0,8% pour la France et à 0,5% pour l'Allemagne, alors qu'il a augmenté de



1,2% à 1,4% pour l'Espagne et de 1,8% à 2,1% pour l'Italie, en lien notamment avec les difficultés politiques auxquelles font face ces deux pays.

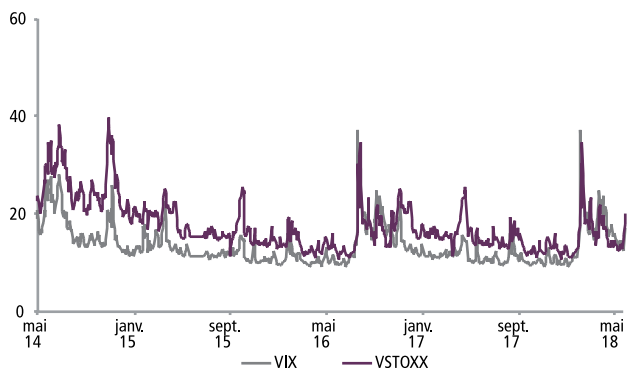
S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement souverain à 10 ans a enregistré entre avril et mai une hausse de 7,5% à 7,8% pour l'Inde, de 12,5% à 13,7% pour la Turquie et de 9% à 9,5% pour le Brésil, tandis qu'il a stagné à 3,7% pour la Chine.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

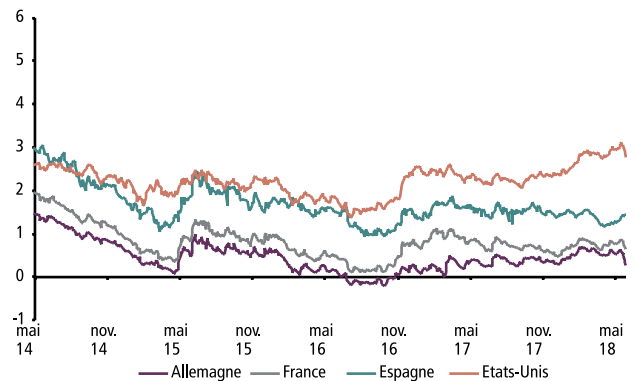
**Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX**



Source : Thomson Reuters Eikon.

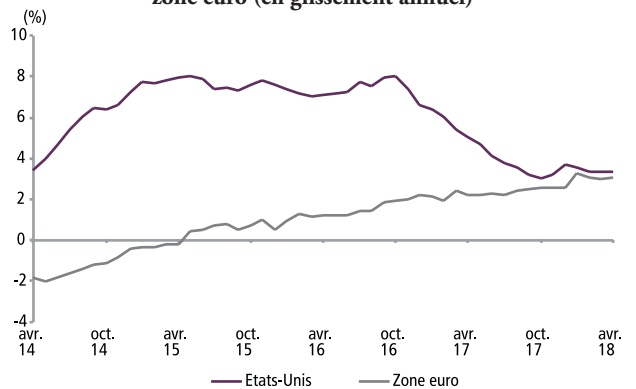
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,3%, et le Libor de même maturité à 2,3%. Le crédit bancaire a, quant à lui, vu son rythme annuel légèrement décélérer aux Etats-Unis de 3,4% en mars à 3,3% en avril, alors que dans la zone euro, il s'est accéléré de 3% à 3,1% sur la même période.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

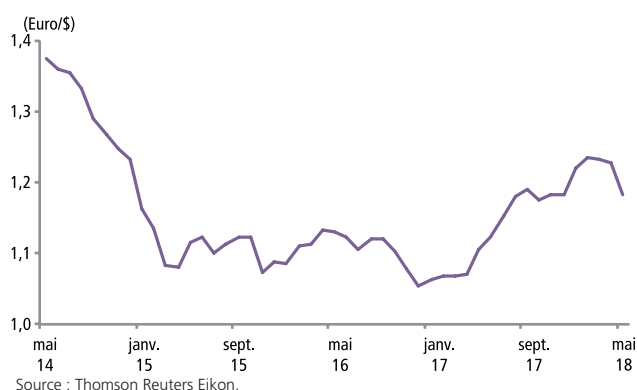


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de change, les risques liés à la crise politique en Italie et l'évolution défavorable de certains indicateurs conjoncturels de la zone euro ont pesé sur l'évolution de l'euro qui s'est déprécié entre avril et mai de 3,7% vis-à-vis du dollar, et de 1,8% par rapport au yen japonais. En revanche, il s'est légèrement apprécié de 0,7% contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles se sont inscrites en dépréciation par rapport au dollar à des taux de 6,9% pour le real brésilien, de 2,6% pour la roupie indienne, de 1% pour le yuan chinois et de 9,1% pour la livre turque. A noter que cette dernière a perdu 20,1% de sa valeur par rapport au dollar depuis le début de l'année, pâtissant du risque de surchauffe de son économie et des craintes d'ingérence du Président Erdogan dans la politique monétaire. Dans ces conditions, la Banque

centrale de Turquie (CBRT) a décidé le 23 mai de relever le taux de refinancement au jour le jour de 13,5% à 16,5% et ce, afin d'enrayer la chute de la livre turque et de préserver la stabilité des prix. Cette décision a contribué à une appréciation de 3,3% de la livre turque par rapport au dollar, entre le 24 et le 30 mai.

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



S'agissant des autres décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 14 juin de maintenir inchangés le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 0%, le taux de la facilité de prêt marginal à 0,25% et le taux de la facilité de dépôt à -0,40%. Elle a indiqué qu'elle s'attend à ce que ces taux resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une évolution de l'inflation conforme aux anticipations actuelles d'un ajustement durable. Concernant les mesures non conventionnelles, elle a indiqué qu'elle continuera de procéder à des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs au rythme mensuel actuel de 30 milliards d'euros jusqu'à fin septembre 2018. Elle prévoit également que, après septembre 2018, si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, le rythme mensuel des achats nets d'actifs sera réduit, à 15 milliards d'euros, jusqu'à fin décembre 2018, date à laquelle ces achats arriveront à leur terme.

La FED a, quant à elle, décidé à l'issue de sa réunion des 12-13 juin, compte tenu des conditions actuelles et attendues au niveau du marché du travail et de

l'inflation, de relever d'un quart de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 1,75%-2%. Elle a également réitéré que la politique monétaire reste accommodante, soutenant ainsi la vigueur du marché du travail et un retour durable de l'inflation à 2%. En outre, elle a indiqué qu'elle s'attend à ce que de futures hausses graduelles de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux seraient compatibles avec une expansion soutenue de l'activité économique, de bonnes conditions du marché du travail et une inflation proche de l'objectif de 2% à moyen terme.

Lors de sa réunion du 10 mai, la Banque d'Angleterre a gardé inchangé son taux directeur à 0,5% ainsi que son stock d'achats d'obligations du gouvernement britannique à 435 milliards de livres sterling et celui des achats d'obligations notées « investment-grade » d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling.

Au niveau des pays émergents, la Banque de Réserve de l'Inde a décidé le 6 juin de relever son taux directeur de 25 points de base à 6,25%, une première hausse depuis 4 ans, en raison de la matérialisation d'un important risque à la hausse impactant la trajectoire de l'inflation à savoir, la récente augmentation des cours du pétrole qui a entraîné un net accroissement du prix moyen du pétrole pour le consommateur indien en avril. Une inflation qu'elle juge « précoce, forte et sans doute durable ». Pour sa part, la Banque centrale du Brésil a maintenu le 16 mai son taux directeur à 6,5%, tout en soulignant que les derniers indicateurs d'activité économique montrent un ralentissement de l'économie brésilienne et que le contexte économique mondiale est devenu plus complexe et volatil. Dans le même sens, la Banque centrale de Russie a décidé le 15 juin de garder son taux directeur inchangé à 7,25%, en indiquant que la hausse de la TVA pourrait affecter la dynamique des prix à la consommation de cette année et influencera celle de l'année prochaine.

## 1.3 Prix des matières premières et inflation

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Soutenu par l'intensification des tensions géopolitiques, les inquiétudes quant à une baisse plus accentuée de la production du Venezuela et par la contraction des stocks aux Etats-Unis, le cours du Brent a augmenté de 7% à 76,65 dollars en mai et a porté sa variation annuelle à 50,7%. A la moitié du mois, il a atteint un pic de 80 dollars, mais depuis, a perdu son élan en raison des spéculations autour d'une revue à la baisse du quota de réduction de l'offre de l'Accord OPEP/non-OPEP<sup>1</sup>.

A l'inverse, le prix du gaz naturel sur le marché européen a reculé de 7,9% à 7,19 dollars le mBTU<sup>2</sup>, du fait d'un climat plus chaud, mais ressort en hausse de 34,4% en glissement annuel.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent en dollars

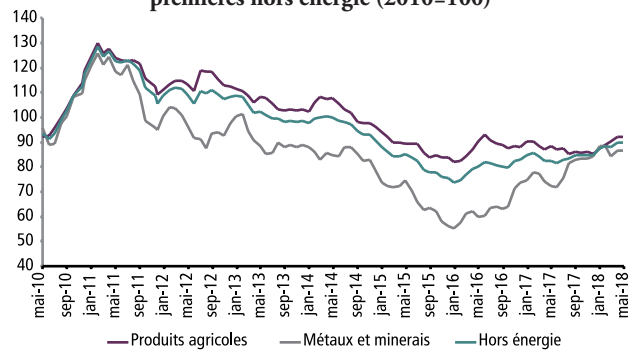


Source : Banque Mondiale.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des produits hors énergie ont augmenté de 8,8% en glissement annuel en mai, reflétant des accroissements de 20,1% pour les métaux et minerais et de 4,2% pour les produits agricoles.

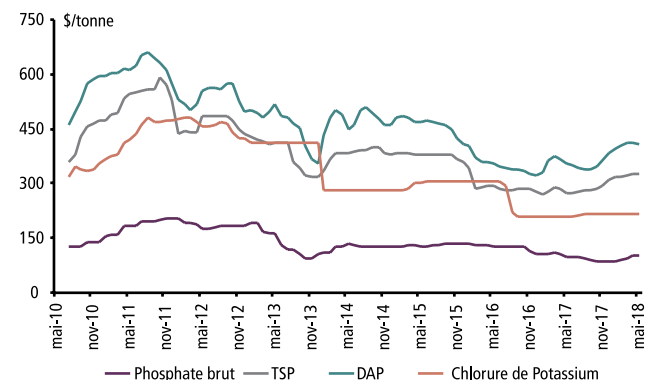
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur le marché international du phosphate et engrais, le cours du TSP a légèrement progressé de 0,3% à 326 dollars en mai alors que ceux du DAP et de l'urée se sont repliés de 1% à 407 dollars et de 2,8% à 217,7 dollars, respectivement. Le prix du phosphate brut est resté, quant à lui, stable à 103 dollars de même que celui du chlorure de potassium à 216 dollars. En variation annuelle, les données font ressortir une hausse généralisée des prix de 18,5% pour le TSP, de 14,3% pour le DAP, de 19,2% pour l'urée, de 3,3% pour le chlorure de potassium et de 3% pour le phosphate brut.

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



Source : Banque Mondiale.

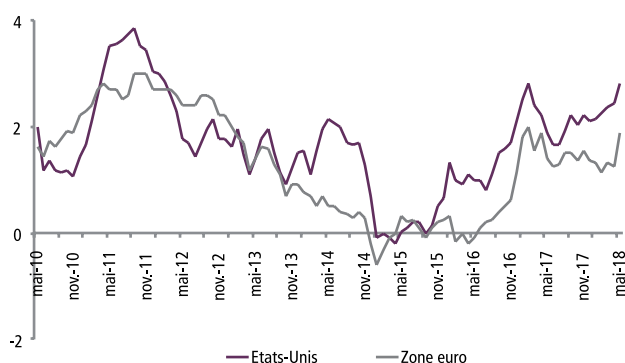
### 1.3.3 Inflation

Selon Eurostat, l'inflation dans la zone euro s'est accélérée à 1,9% en mai après 1,3%, en liaison avec la hausse des coûts des services et des prix énergétiques.

<sup>1</sup> La réunion ordinaire de l'OPEP est prévue le 22 juin 2018 à Vienne.  
<sup>2</sup> mBTU : Million de British Thermal Unit.

Par pays, elle est passée de 1,4% à 2,2% en Allemagne, de 1,8% à 2,3% en France, de 1,1% à 2,1% en Espagne, et de 0,6% à 1% en Italie. Aux Etats-Unis, l'inflation a poursuivi sa progression entamée depuis le début de l'année, atteignant 2,8%, alors qu'au Royaume-Uni elle est demeurée inchangée à 2,4%. Pour ce qui est du Japon, les dernières données restent celles d'avril et indiquent une baisse du taux d'inflation à 0,6%. Au niveau des économies émergentes, l'inflation a stagné à 1,8% en Chine et à 2,4% en Russie, tandis qu'elle s'est accrue à 4,9% en Inde et à 2,9% au Brésil.

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



Sources : Eurostat et BLS.

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

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

Sources : Thomson Reuters Eikon et FMI.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin mars 2018, le déficit commercial ressort à 49 milliards de dirhams, en creusement de 5 milliards par rapport à la même période de l'année précédente. Les importations ont affiché une hausse de 9,3 milliards, tirée par une augmentation des acquisitions de biens d'équipement, et les exportations se sont renforcées de 4,3 milliards, en relation essentiellement avec l'amélioration des ventes de l'industrie automobile. Le taux de couverture est ainsi revenu à 58,3% après 59,3% à fin mars 2017.

Pour les autres principales composantes du compte courant, la dynamique des recettes de voyage s'est poursuivie avec une hausse de 19,8% et le rythme de progression des transferts des MRE s'est accéléré de 13,4%. Quant aux principales opérations financières, le flux net d'IDE a baissé de 10,8%, traduisant une hausse des cessions d'investissements plus élevée que celle des entrées. En parallèle, le flux net des investissements des marocains à l'étranger a également augmenté de 26,7%. Dans ces conditions et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes se sont établies à 231,4 milliards de dirhams, assurant la couverture de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

Les exportations ont progressé de 6,7%, avec une poursuite de la dynamique des secteurs automobile et aéronautique, dont les ventes ont augmenté de 15,4% et 17,8% respectivement. En revanche, les exportations des phosphates et dérivés ont accusé une baisse de 7,3% à 9,6 milliards dirhams, attribuable principalement à la diminution de 11,7% des quantités expédiées d'engrais naturels et chimiques et de 13,4% de celles d'acide phosphorique.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

Secteurs/ Segments	mars 2018	mars 2017	Variations (en millions de Dh)	
			En valeur	En %
<b>Exportation</b>	<b>68 461</b>	<b>64 192</b>	<b>4 269</b>	<b>6,7</b>
Phosphates et dérivés	9 554	10 306	-752	-7,3
Automobile	17 100	14 808	2 292	15,5
Agriculture et Agro-alimentaire	17 492	16 964	528	3,1
Textile et Cuir	9 499	9 278	221	2,4
Aéronautique	2 974	2 525	449	17,8
Electronique	2 460	2 441	19	0,8
Industrie pharmaceutique	310	284	26	9,2
Autres	9 072	7 586	1 486	19,6

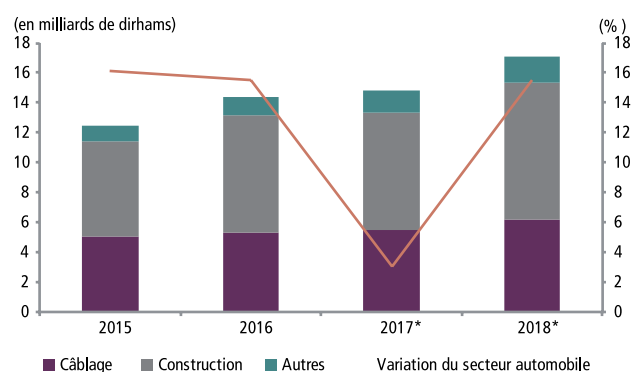
Source : Office des changes.

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

	mars 2018/mars 2017		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	-10,2	8,7	-17,4
Engrais naturels et chimiques	-9,0	-11,7	3,0
Acide phosphorique	-1,2	-13,4	14,1

Source : Office des changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



\* Données provisoires

Source : Office des changes.

## 2.1.2 Importations

Les importations ont enregistré une augmentation de 8,6% incluant principalement une progression de 13,1% à 30,6 milliards des acquisitions de biens d'équipement et une hausse de 7,9% à 25,7 milliards des achats de biens de consommation. De même, la facture énergétique s'est alourdie de 5,8% à 18,4 milliards, reflétant des accroissements de 45,8% pour les acquisitions des houilles et cokes et combustibles et de 3,9% pour le gasoil et fuel, et les importations de blé se sont accrues de 29,3% à 3,3 milliards.

Au total, le déficit commercial s'est élevé à 49 milliards de dirhams, en creusement de 11,4% d'une année à l'autre et le taux de couverture est revenu de 59,3% à 58,3%.

**Tableau 2.3 : Evolution des importations**

Groupements d'utilisation	mars 2018	mars 2017	Variations)	
			En valeur (en millions de Dh)	En %
<b>Importations (CAF)</b>	<b>117 497</b>	<b>108 214</b>	<b>9 283</b>	<b>8,6</b>
Produits énergétiques	18 368	17 367	1 001	5,8
Biens d'équipement	30 635	27 088	3 547	13,1
Produits bruts	5 921	4 756	1 165	24,5
Produits finis de consommation	25 738	23 850	1 888	7,9
Demi produits	24 254	24 143	111	0,5
Produits alimentaires	12 537	10 963	1 574	14,4

Source : Office des changes

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

	mars 2018/mars 2017		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	29,3	39,5	-7,3
Gas-oils et fuel-oils	3,9	-6,0	10,5
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-3,8	0,2	-4,0
Soufres bruts et raffinés	-32,8	-1,3	-31,9

Source : Office des changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, les recettes de voyage ont affiché un accroissement de 19,8% pour atteindre 15,1 milliards de dirhams et les dépenses au même titre ont progressé de 4,5% à 3,8 milliards. Quant aux services de transport, les recettes ont quasiment stagné à 6,9 milliards et les dépenses ont augmenté de 2,6% à 9 milliards. Au total, la balance des services a affiché un solde excédentaire de 1,2 milliard de dirhams, en hausse de 8,9%.

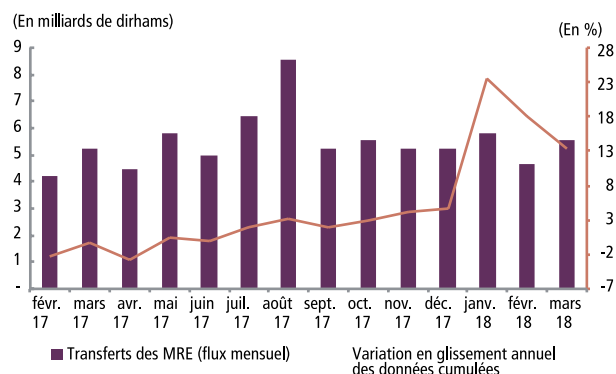
Pour ce qui est de la balance des transferts courants, les recettes des MRE ont atteint 16 milliards de dirhams, en accroissement notable de 13,4%.

**Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services**

(En millions de DH)	mars 2018	mars 2017	Variations	
			En valeur	En %
<b>Importations</b>	<b>23 124</b>	<b>22 174</b>	<b>950</b>	<b>4,3</b>
Service de transport	8 959	8 732	227	2,6
Voyages	3 829	3 664	165	4,5
<b>Exportations</b>	<b>37 792</b>	<b>35 642</b>	<b>2 150</b>	<b>6,0</b>
Service de transport	6 852	6 844	8	0,1
Voyages	15 141	12 634	2 507	19,8
<b>Solde</b>	<b>14 668</b>	<b>13 468</b>	<b>1 200</b>	<b>8,9</b>

Source : Office des changes.

**Graphique 2.2 : Evolution des transferts MRE**



Source : Office des changes.

## 2.3 Compte financier

---

Le flux net d'IDE a baissé de 613 millions pour s'établir à 5 milliards de dirhams, traduisant la hausse de 985 millions des cessions d'investissements, plus importante que celle de 372 millions des recettes. Le flux net des investissements des marocains à l'étranger s'est, pour sa part, accru de 372 millions de dirhams.

Les données provisoires à fin avril 2018 indiquent une poursuite du creusement du déficit commercial pour se situer à 66,3 milliards, reflétant une hausse de 14 milliards ou 9,6% des importations et de 6,7 milliards ou 7,7% des exportations. Ces dernières ont, ainsi, poursuivi leur dynamique avec une augmentation de 20,6% pour la construction automobile et de 22% pour l'aéronautique. En parallèle, les acquisitions de biens d'équipement se sont accrues de 15,1% et la facture énergétique s'est alourdie de 9%. Par ailleurs, les recettes de voyage et les transferts des MRE ont augmenté de 18,2% et 12,9% respectivement. Le flux net des investissements directs étrangers a, quant à lui, accusé une baisse de 18,6% à 6,6 milliards.

Au total, et compte tenu de l'évolution des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes se sont situées à 229,4 milliards de dirhams à fin avril, soit l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

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

Au cours du premier trimestre 2018, les conditions monétaires se sont assouplies reflétant à la fois la dépréciation du taux de change effectif réel et la diminution des taux débiteurs. En ce qui concerne le crédit au secteur non financier, son rythme a connu une décélération, traduisant celle des prêts accordés aux entreprises privées. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont poursuivi leur hausse entamée depuis le début de l'année 2017 et les réserves internationales nettes ont connu une baisse moins accentuée qu'au trimestre précédent. Au total, le rythme de progression de la masse monétaire s'est inscrit en ralentissement à 5,1% au lieu de 5,7% un trimestre auparavant.

Sur les marchés des actifs, l'Indice des Prix des Actifs Immobiliers s'est quasiment stabilisé au premier trimestre 2018, après avoir diminué de 0,5% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre de légères hausses pour le résidentiel et pour les biens à usage professionnel ainsi qu'un repli pour les terrains. En parallèle, les transactions ont accusé un recul de 2,3%, reflétant particulièrement une baisse des ventes des actifs résidentiels et du foncier. Sur le marché boursier, le MASI a enregistré une hausse de 5,4% au premier trimestre. Les transactions, quant à elles, se sont établies à 11,9 milliards de dirhams, en baisse de 16,2% par rapport au même trimestre de 2017.

#### 3.1 Conditions monétaires

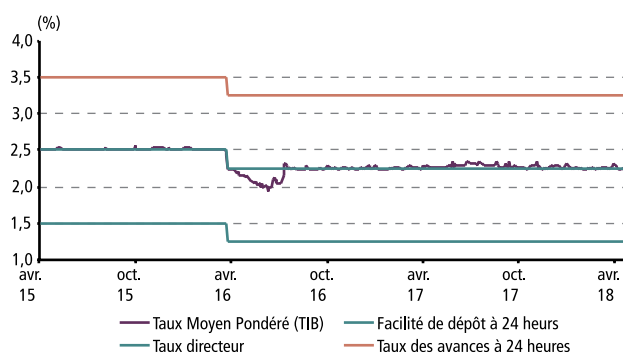
##### 3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du premier trimestre 2018, le besoin en liquidité des banques s'est légèrement atténué à 46,8 milliards de dirhams en moyenne, sous l'effet de la hausse des réserves de change. Ainsi, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 47 milliards, dont 43,6 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 3,4 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles relatives aux mois d'avril et mai 2018 indiquent un creusement du déficit de liquidité à 56,8 milliards en moyenne.

Sur le marché des bons du Trésor, les taux n'ont pas connu de variations significatives, aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

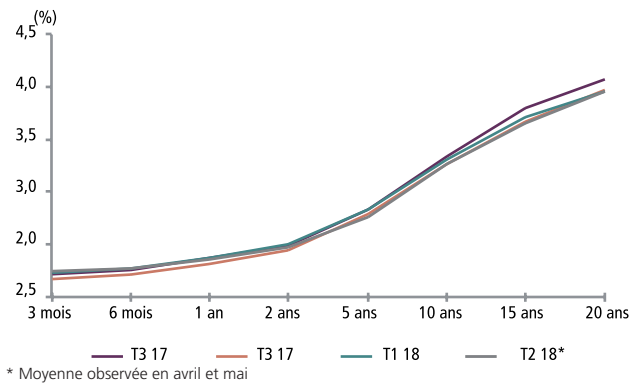


Source : BAM.

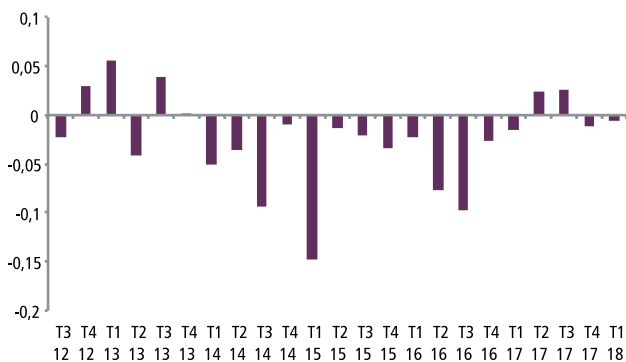
Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2016			2017			2018		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4.	T1	avr.
52 semaines	1,93	2,33	2,30	2,32	2,26	2,36	2,29	2,35	2,31
2 ans	2,05	2,48	2,44	2,52	2,41	2,49	2,44	2,53	2,45
5 ans	2,30	2,71	2,69	2,83	2,78	2,83	2,77	2,81	2,75
10 ans	2,87	3,22	3,08	3,27	3,27	3,32	3,28	3,27	3,22
15 ans	3,22	-	-	3,87	3,87	3,87	3,71	3,68	-



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

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt sont restés quasi-stables durant les trois premiers mois de l'année 2018. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils sont restés quasiment inchangés, s'établissant à 2,79% pour les dépôts à 6 mois et à 3,10% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement<sup>1</sup> des banques est demeuré quasi-stable au cours du premier trimestre 2018.

**Graphique 3.3: Variation du coût de financement des banques**

Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2018 indiquent un recul de 15 points de base du taux moyen global à 5,62%. Cette évolution reflète une baisse de 19 points de base des taux assortissant les prêts aux entreprises avec notamment des diminutions de 150 points pour les crédits immobiliers et de 22 points pour les facilités de trésorerie. De même, les taux

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

appliqués sur les crédits aux particuliers ont enregistré un repli de 7 points de base, suite à la baisse de 13 points des taux des prêts à l'habitat.

**Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs**

	2016			2017			2018	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
<b>Taux global</b>	<b>5,25</b>	<b>5,08</b>	<b>5,17</b>	<b>5,48</b>	<b>5,26</b>	<b>5,60</b>	<b>5,77</b>	<b>5,62</b>
<b>Particuliers</b>	<b>5,72</b>	<b>5,78</b>	<b>5,71</b>	<b>5,88</b>	<b>5,76</b>	<b>5,69</b>	<b>5,92</b>	<b>5,85</b>
Crédits immobiliers	4,96	4,94	4,83	4,88	4,75	4,68	4,94	4,81
Crédits à la consommation	6,63	6,64	6,64	6,71	6,67	6,60	6,56	6,59
<b>Entreprises</b>	<b>5,15</b>	<b>4,98</b>	<b>5,08</b>	<b>5,41</b>	<b>5,17</b>	<b>5,56</b>	<b>5,76</b>	<b>5,57</b>
Crédits de trésorerie	5,11	4,94	5,19	5,44	5,19	5,65	5,81	5,59
Crédits à l'équipement	4,94	4,87	4,40	4,76	4,87	5,09	5,30	5,27
Crédits immobiliers	6,10	5,73	5,69	5,86	5,78	5,82	6,95	5,45
<b>Entrepreneurs individuels</b>	<b>7,54</b>	<b>6,89</b>	<b>7,44</b>	<b>8,08</b>	<b>7,82</b>	<b>8,14</b>	<b>5,57</b>	<b>6,02</b>

Source : BAM.

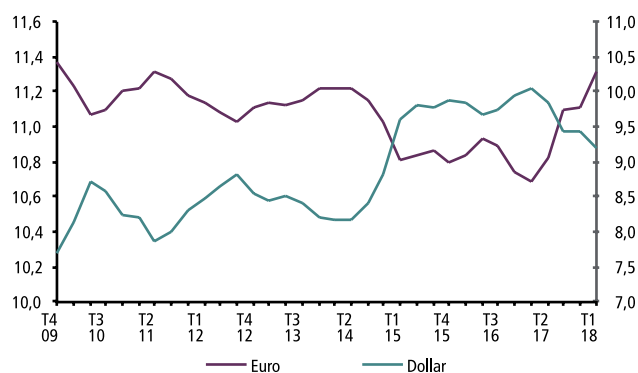
**Tableau 3.3 : Taux créditeurs**

	2016		2016			2017			2018		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
6 mois	3,56	3,46	3,31	3,18	2,94	2,9	2,86	2,8	2,81	2,8	2,79
12 mois	3,74	3,78	3,67	3,55	3,33	3,3	3,2	3,1	3,09	3,1	3,1

### 3.1.2 Taux de change

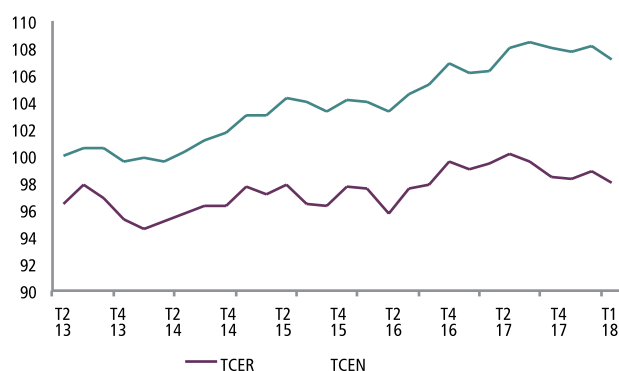
Au cours du premier trimestre 2018, l'euro s'est apprécié de 4,4% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est dépréciée de 1,8% vis-à-vis de l'euro et s'est appréciée de 2,5% contre le dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 2,8% par rapport à la lire turque et de 2,4% vis-à-vis du réal brésilien alors qu'il s'est déprécié de 1,5% contre le yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est déprécié de 0,9% en termes nominaux et de 0,8% en termes réels.

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



Source : BAM

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



Source : calcul de BAM.

Sur le marché de change, le volume des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au premier trimestre des baisses de 18,1% pour les ventes à 19,3 milliards de dirhams et de 13,2% pour les achats à 20,5 milliards. En revanche, les opérations à terme ont enregistré des hausses de 23,2% pour les ventes à 3,5 milliards et de 5,6% pour les achats à 10,8 milliards. En ce qui concerne les opérations des banques avec Bank Al-Maghrib, les achats ont atteint en moyenne 2,4 milliards de dirhams, après 372 millions un trimestre auparavant. Dans ces conditions, la position nette de change des banques ressort à 6,1 milliards à fin mars 2018, après 2,7 milliards à fin décembre 2017.

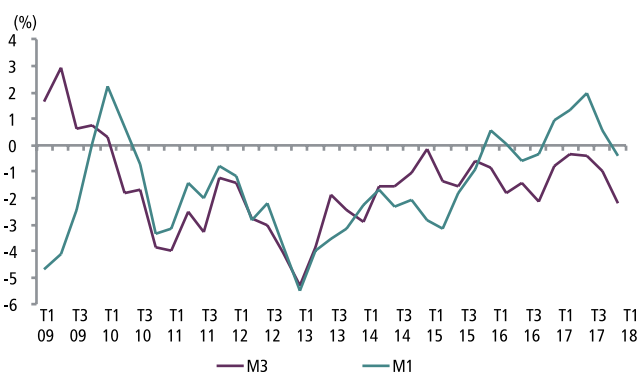
### 3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de l'agrégat M3 a connu un ralentissement de 5,7% au quatrième trimestre

2017 à 5,1% au premier trimestre 2018. L'analyse des composantes de la masse monétaire indique une décélération de 7,4% à 7,2% des dépôts à vue, traduisant essentiellement un ralentissement de 20,1% à 4,3% pour ceux du secteur public et de 6% à 5,1% pour ceux des entreprises privées. A l'inverse, les dépôts à vue des ménages ont vu leur taux d'accroissement annuel s'accélérer de 6,9% à 8,2% d'un trimestre à l'autre. Pour ce qui est des autres composantes monétaires, les titres des OPCVM monétaires ont accusé un repli de 6,4% au premier trimestre, après une hausse de 4,6% le trimestre précédent, tandis que la monnaie fiduciaire a vu son taux de croissance s'accélérer de 7,3% à 7,9% d'un trimestre à l'autre. Parallèlement, les dépôts à terme ont vu leur baisse s'atténuer de 7% à 1,4%, résultat de diminutions moins accentuées que celles observées au quatrième trimestre pour les avoirs de l'ensemble des agents non financiers.

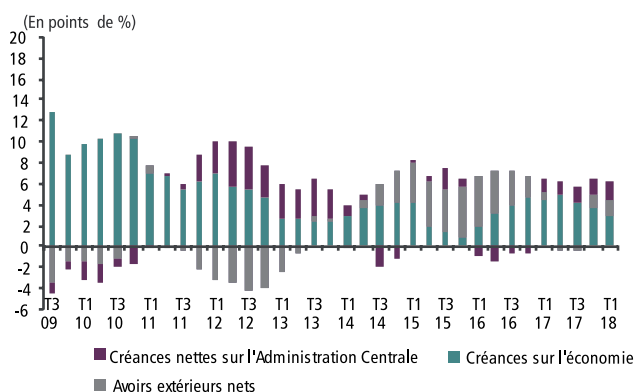
Par principales contreparties, l'évolution de M3 recouvre une accélération de 12,4% à 13,4% des créances nettes sur l'administration centrale, une atténuation de 5% à 4,6% de la baisse des réserves internationales nettes, ainsi qu'un ralentissement de 4,4% à 3,4% du crédit bancaire.

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

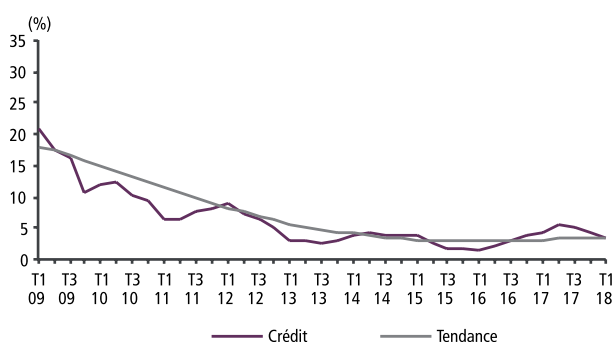


<sup>1</sup> : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, 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 le crédit destiné au secteur non financier en particulier, sa progression s'est accélérée de 4,3% à 4,8% au quatrième trimestre, reflétant une amélioration du rythme des prêts accordés aussi bien aux entreprises privées qu'aux entrepreneurs individuels.

Concernant la progression du crédit destiné au secteur non financier, elle est revenue de 4,8% à 4,1%, reflétant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises privées. Ces derniers ont augmenté de 2,2% contre 4,3% au quatrième trimestre, en liaison avec une baisse de 2,3% des facilités de trésorerie après une hausse de 0,2% et un recul de 9,4% à 1,3% du taux d'accroissement des prêts destinés à la promotion immobilière. A l'inverse, les crédits à l'équipement ont vu leur progression

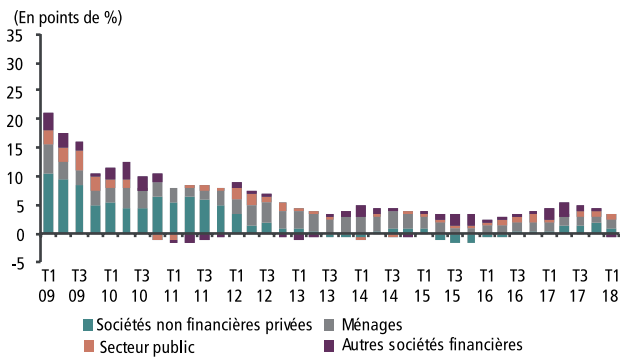
s'accélérer de 5,6% à 7,1%. S'agissant des entreprises publiques, le rythme de leurs concours est passé de 11,9% à 16,1% recouvrant une atténuation de 42,4% à 14,9% de la baisse des facilités de trésorerie et une décélération de 34,1% à 25,1% du rythme de progression des prêts à l'équipement.

Les crédits accordés aux entrepreneurs individuels se sont accrus de 3,4% après 2,2%. Cette accélération est le résultat de hausses de 6% pour les facilités de trésorerie et de 3,1% pour les crédits à la promotion immobilière après des baisses de 2,9% et 21,2% respectivement. En revanche, ceux à l'équipement ont marqué un ralentissement de 11,4% à 3,9%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles à fin mars 2017 font ressortir des décélération de 14% à 10% des crédits destinés à la branche « transports et communication » et de 9,7% à 6,8% de ceux adressés à la branche « industries alimentaires et tabac ». A l'inverse, la progression des concours accordés à la branche « bâtiment et travaux publics » s'est accélérée de 2,2% à 5,6%. Dans le même sens, les prêts destinés aux branches « agriculture et pêche » et « industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques » ont augmenté de 4,5% et de 3,2% respectivement contre des baisses de 3,5% et de 5,1%.

En ce qui concerne les prêts aux particuliers, leur rythme d'accroissement s'est élevé de 4,4% à 4,7% au premier trimestre, reflétant une accélération de la progression des crédits à la consommation de 4,7% à 5,2%, celle des prêts à l'habitat s'étant stabilisée à 4,2%.

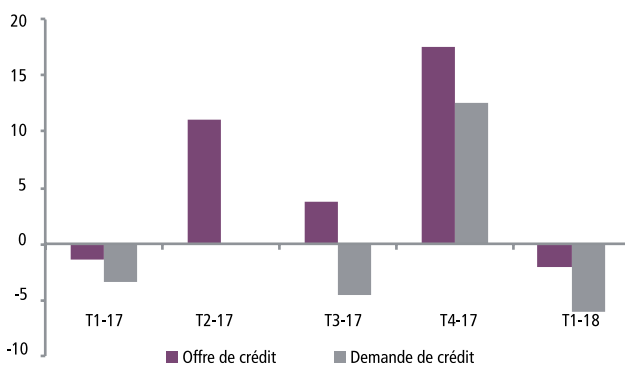
**Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit**



Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont affiché une hausse de 3,3% au lieu de 2,7% un trimestre auparavant et leur ratio au crédit bancaire est passé de 7,6% à 7,8%. Celles des entreprises non financières privées ont augmenté de 2,8% après une baisse de 0,4%, alors que le rythme de celles des ménages est revenu de 10,3% à 4,7%.

Les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit au premier trimestre 2018 laissent indiquer globalement des conditions d'offre inchangées aussi bien pour les entreprises que pour les particuliers, et ce pour l'ensemble des catégories de crédit. Pour sa part, la demande aurait marqué une baisse d'un trimestre à l'autre pour les entreprises et serait resté stable pour les particuliers.

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

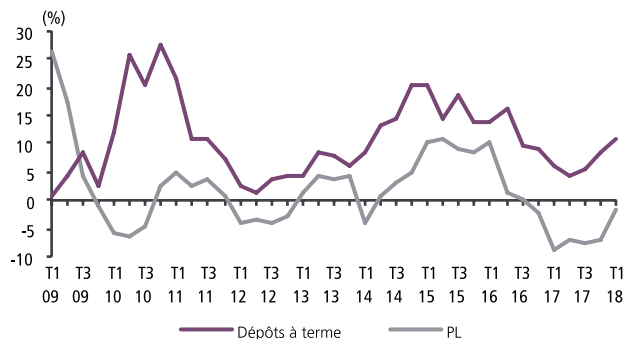


Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 4,7% à fin mars 2018 contre 6,5% à fin décembre 2017. Cette évolution recouvre notamment une décélération de 5% à 4,3% des concours distribués par les sociétés de financement et une hausse de 1,8% de ceux octroyés par les banques offshores, après une baisse de 4,8%.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril 2018 laissent indiquer une décélération du rythme d'accroissement du crédit bancaire à 2,6%. Les prêts destinés au secteur non financier ont vu leur croissance se stabiliser à 4,1%, recouvrant une accélération des concours aux entreprises publiques, un léger ralentissement de ceux aux entreprises privées et une quasi-stagnation de ceux aux ménages.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, ils se sont accrus de 11,1% au lieu de 8,7%, résultat des accélérations de 13,9% à 23,1% du taux d'accroissement des titres des OPCVM obligataires et 1,6% à 2,2% de celui des bons du Trésor. En revanche, les titres des OPCVM actions et diversifiés se sont inscrits en ralentissement de 44,2% à 28,3%.

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



## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

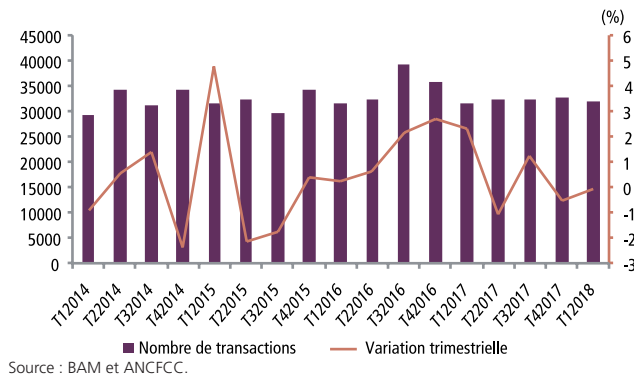
Au premier trimestre de 2018, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est quasiment stabilisé, recouvrant

de légères hausses de 0,2% pour les biens résidentiels et de 0,1% pour les biens à usage professionnel, ainsi qu'un repli de 1,1% pour les terrains.

Le nombre de transactions a, quant à lui, marqué un repli trimestriel de 2,3% qui a concerné les actifs résidentiels avec 3,3% et les terrains avec 4,9%, les ventes des biens professionnels ayant, en revanche, augmenté de 13,8%.

Dans les principales villes, les prix ont notamment augmenté de 2% à Agadir et de 1,6% à Tanger, alors qu'ils ont accusé des baisses de 6,6% à Marrakech et de 2% à El Jadida. Quant aux transactions, le recul des ventes a été particulièrement marqué à Casablanca avec un taux de 13,1%, à Marrakech avec 39,9% et à Oujda avec 7,8%.

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



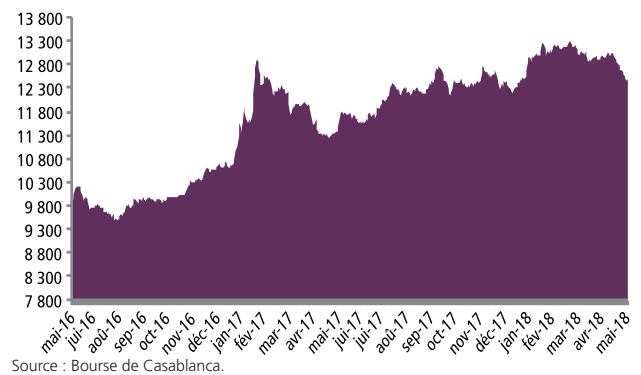
### 3.2.2 Actifs financiers

#### 3.2.2.1 Actions

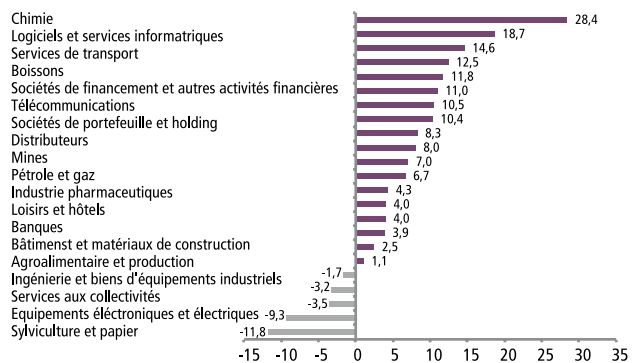
Au terme du premier trimestre de 2018, le MASI a enregistré une performance de 5,4%, après celle de 6,4% sur l'ensemble de l'année précédente. La hausse a concerné la majorité des indices sectoriels, avec notamment des augmentations de 11% pour celui des «télécommunications», de 4% pour les «banques» et de 3,9% pour les «bâtiments et matériaux de construction». En revanche, l'indice du secteur «

immobilier» a accusé une baisse de 9,3%.

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



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



Concernant les transactions, leur volume s'est établi à 11,9 milliards de dirhams au premier trimestre de l'année, contre 14,2 milliards durant la même période de l'année précédente. Plus des trois quarts des opérations ont transité sur le marché central, soit un volume mensuel moyen de 3 milliards contre 4,2 milliards un an auparavant. Pour leur part, les opérations sur le marché de blocs ont atteint 2,4 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établi à 660,6 milliards à fin mars 2018, en hausse de 5,4% depuis le début de l'année.

Selon les dernières données disponibles<sup>2</sup>, le MASI a enregistré des baisses consécutives de 0,3% et 4,9%

<sup>2</sup> Données arrêtées au 30 mai 2018

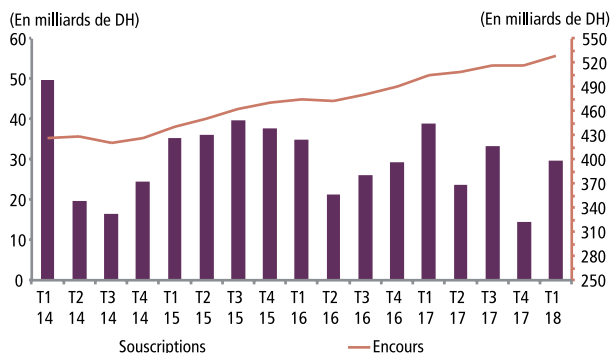
durant les deux premiers mois du deuxième trimestre, soit une performance annuelle quasiment nulle à fin mai. Le volume mensuel moyen des transactions opérées sur le marché central a également reculé à 2,2 milliards. La capitalisation boursière ressort ainsi à 631,2 milliards à fin mai en hausse de 0,7% depuis le début de l'année.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les levées du Trésor sur le marché intérieur se sont établies à 29,9 milliards de dirhams, en hausse de 15,3 milliards d'un trimestre à l'autre. Elles ont porté à hauteur de 61% sur des maturités moyennes et de 25% sur celles courtes, et ont été assorties de taux en quasi-stagnation.

Les dernières données disponibles du mois d'avril indiquent que les émissions du Trésor ont atteint 6,8 milliards de dirhams et ont porté à hauteur de 64% sur des maturités moyennes. Tenant compte d'un montant de remboursements de 6,9 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 528,3 milliards, en accroissement de 2,2% par rapport à fin décembre.

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



Source : BAM.

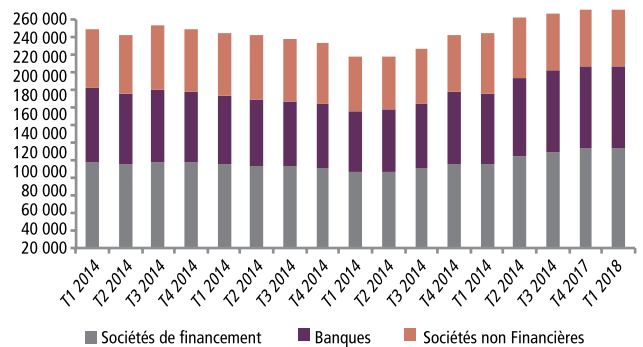
### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont établies à 12,8 milliards de dirhams contre 20,9 milliards au trimestre précédent et ont été effectuées à hauteur de 68,5% par les banques, sous forme de certificats de dépôts.

En ce qui concerne les levées des entreprises non financières, elles se sont limitées à 2,4 milliards de dirhams dont 2 milliards sous forme d'obligations et le reste sous forme de billets de trésorerie.

Les émissions durant le mois d'avril ont atteint 2,9 milliards de dirhams et, tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée s'est établi à 175,9 milliards, en baisse de 1% par rapport à décembre 2017.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le premier trimestre de 2018, les souscriptions aux fonds OPCVM ont enregistré une hausse trimestrielle de 9,6% à 225,5 milliards, recouvrant une importante hausse pour les OPCVM obligataires à moyen et long terme et dans une moindre mesure ceux contractuels, ainsi qu'une baisse pour l'ensemble des autres catégories.

Tenant compte d'un montant de rachat de 211,6 milliards et d'une performance trimestrielle de 2,8%, les OPCVM ont enregistré un mouvement de collecte nette de 13,9 milliards et leur actif net s'est élevé à 434,5 milliards à fin mars, en hausse de 16% en glissement annuel.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2018 fait ressortir un déficit de 14,2 milliards, en creusement de 1,4 milliard, par rapport à la même période en 2017, reflet en partie de la baisse de 3,4 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor. Les ressources ordinaires ont progressé de 1,1%, résultat notamment d'une amélioration des rentrées fiscales et de celles non fiscales. En effet, les recettes des impôts indirects ont progressé de 6,4%, à la faveur principalement de la hausse du produit de la TVA à l'importation. Les recettes des impôts directs ont, quant à elles, diminué de 7,2%, en liaison avec la baisse de celles de l'IS. En parallèle, les dépenses globales se sont allégées de 1,1%, tirées par le repli de certaines dépenses ordinaires et de celles d'investissement. La masse salariale et les transferts aux collectivités territoriales se sont inscrits pour leur part en hausse.

Compte tenu de la réduction des arriérés de paiement d'un montant de 215 millions, le déficit de caisse s'est établi à 14,4 milliards, quasi-stable par rapport à la même période de 2017. Ce besoin et le flux net extérieur négatif de 3,4 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 17,8 milliards. Ainsi, la dette publique directe aurait augmenté de 1,9% par rapport à son niveau de décembre 2017. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles ressortent favorables, les taux moyens pondérés ayant été en baisse globalement de janvier à avril 2018 par rapport à la même période de 2017.

### 4.1 Recettes ordinaires

Les réalisations des recettes ordinaires au titre des quatre premiers mois de 2018 ont connu une amélioration de 1,1% comparativement à la même période en 2017 à 83,3 milliards. Leur évolution reflète un accroissement de 0,8% des recettes fiscales à 79,3 milliards, réalisées à hauteur de 33,4%, et de 9,7% de celles non fiscales à 3,4 milliards.

Les recettes des impôts directs ont reculé de 7,2% à 31,2 milliards, résultat d'une baisse de 15,2% du produit de l'IS à 15,9 milliards et d'une augmentation de 2,3% à 14,7 milliards de celui de l'IR. L'évolution des rentrées de l'IS s'explique en grande partie par la baisse, d'une année à l'autre, de l'acompte de régularisation au titre de l'impôt payé l'année précédente. Quant aux rentrées de l'IR, elles recouvrent notamment une progression de 6,3% à 2,8 milliards des recettes de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel et une diminution de 0,5% à 1,4 milliard des recettes de l'IR sur les profits immobiliers.

De leur côté, les impôts indirects ont enregistré une amélioration de 6,4% à 37,6 milliards de dirhams, recouvrant une progression de 6,9% des rentrées de la TVA à 28,9 milliards et de 4,7% de celles de la TIC à 8,7 milliards. Le produit de la TVA à l'intérieur s'est

accru de 3,6% à 10,9 milliards et tient compte du remboursement des crédits de la TVA d'un montant de 2,3 milliards contre 2 milliards à fin avril 2017. De même, les recettes de la TVA à l'importation se sont améliorées de 9,1% à 18 milliards, reflétant une hausse de 9% de la TVA sur les produits énergétiques et de 9,7% de celle sur les autres produits.

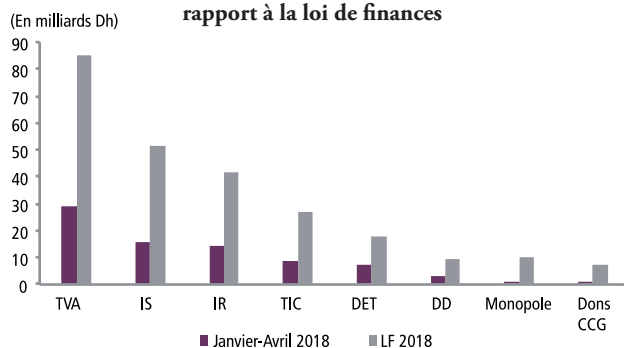
**Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)**

	Janv.- avr. 2017	Janv.- avr. 2018	Var en %	LF 2018	Réalisation par rapport à la LF (%)
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>82,4</b>	<b>83,3</b>	<b>1,1</b>	<b>262,4</b>	<b>31,7</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>78,7</b>	<b>79,3</b>	<b>0,8</b>	<b>237,0</b>	<b>33,4</b>
- Impôts directs	33,7	31,2	-7,2	97,1	32,2
Dont I.S	18,7	15,9	-15,2	51,2	31,0
I.R	14,3	14,7	2,3	41,7	35,2
- Impôts indirects	35,3	37,6	6,4	112,7	33,3
TVA*	27,0	28,9	6,9	85,5	33,8
TIC	8,3	8,7	4,7	27,3	32,0
- Droits de douane	2,9	3,4	17,3	9,7	35,6
- Enregistrement & timbre	6,7	7,0	3,7	17,5	39,9
<b>Recettes non fiscales*</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>9,7</b>	<b>22,1</b>	<b>15,2</b>
- Monopoles	0,8	1,2	51,8	9,8	12,5
- Autres recettes	2,3	2,1	-5,3	12,3	17,4
dont Dons CCG	0,3	0,1	-57,8	7,0	2,1
<b>Recettes des CST</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>20,2</b>

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

Pour sa part, la TIC a drainé un total de 8,7 milliards, en amélioration de 4,7%, consécutivement à l'accroissement de 8,1% de la TIC sur les tabacs à 3,3 milliards et de 3,2% de celle sur les produits énergétiques à 4,9 milliards. De même, les recettes des droits de douane et de ceux d'enregistrement et de timbre ont crû de 17,3% et de 3,7% respectivement, par rapport aux encaissements de la même période en 2017.

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



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

Note :

-TVA : Taxe sur la valeur ajoutée

- IR : Impôt sur le revenu

- DET : Droits d'enregistrement et de timbre

- IS : Impôt sur les sociétés

-TIC : Taxe intérieure de consommation

- DD : Droits de douane

Les recettes non fiscales se sont établies à 3,4 milliards, en hausse de 9,7%, marquée par une augmentation des recettes de monopoles de 809 millions à 1,2 milliard, provenant principalement de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière à hauteur de 500 millions et de Bank Al-Maghrib pour 272 millions. Quant aux dons en provenance des pays du CCG, ils se sont établis à 147 millions à fin avril 2018, contre 348 millions un an auparavant.

## 4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont allégées de 1,1% à 104,7 milliards recouvrant un recul de 0,6% à 81,8 milliards des dépenses ordinaires et un repli de 2,7% à 22,9 milliards de celles d'investissement. Les charges de fonctionnement ont enregistré une hausse de 0,8% à 57,3 milliards, recouvrant une augmentation de 2,2% à 36,1 milliards de la masse salariale et une baisse de 1,6% à 21,3 milliards de la rubrique des autres biens et services. Cette dernière tient compte notamment

d'un repli de 6,6% à 7,1 milliards des transferts aux établissements publics et de 0,9% à 4,4 milliards de ceux au profit de la Caisse Marocaine des Retraites, les versements aux comptes spéciaux du Trésor ayant en revanche augmenté de 3,6% à 923 millions de dirhams. Concernant la masse salariale, son évolution incorpore des accroissements de 133,9% des rappels et de 0,5% de sa composante structurelle.

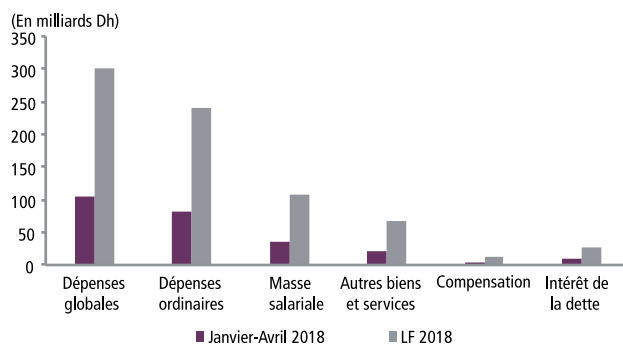
**Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)\***

	Janv.-avr. 2017	Janv.-avr. 2018	Variation En %	LF 2018	Réalisation par rapport à la LF (%)
<b>Dépenses globales</b>	<b>105,8</b>	<b>104,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>301,7</b>	<b>34,7</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>82,4</b>	<b>81,8</b>	<b>-0,6</b>	<b>241,5</b>	<b>33,9</b>
Biens et services	56,9	57,3	0,8	175,0	32,8
Personnel	35,3	36,1	2,2	108,9	33,2
Autres biens et services	21,6	21,3	-1,6	66,1	32,1
Intérêts de la dette	11,5	10,6	-7,4	27,1	39,2
Compensation	5,9	5,2	-11,7	13,7	38,0
Transferts aux CT	8,1	8,7	6,9	25,6	33,8
<b>Investissement</b>	<b>23,5</b>	<b>22,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>60,3</b>	<b>37,9</b>

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

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

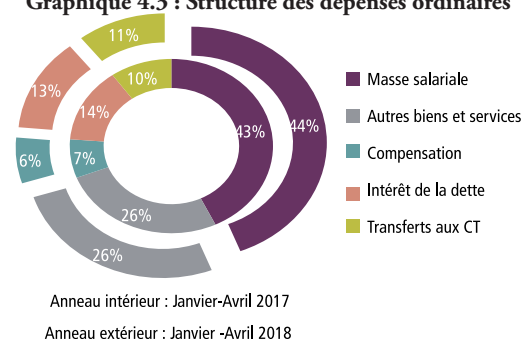
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances**



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

Quant aux charges en intérêts de la dette, elles se sont allégées de 7,4% pour atteindre 10,6 milliards, recouvrant un recul de 8,6% à 9,9 milliards de celles de la dette intérieure et une augmentation de 13% à 686 millions de celles de la dette extérieure.



**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**


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

Concernant la charge de compensation, elle s'est établie à 5,2 milliards, en diminution de 11,7% par rapport à fin avril 2017. Selon les données disponibles de la Caisse de compensation, la charge de la subvention du gaz butane relative au premier trimestre de 2018 s'est établie à 2,7 milliards en baisse de 4,8% et celle relative au sucre s'est élevée à 824 millions contre 826 un an auparavant.

Exécutées à hauteur de 37,9% des prévisions de la loi de finances, les dépenses d'investissement ont diminué de 2,7% à 22,9 milliards, consécutivement à la diminution de 5,6% à 10,9 milliards des charges communes et de 3,9% à 11,6 milliards des dépenses des Ministères.

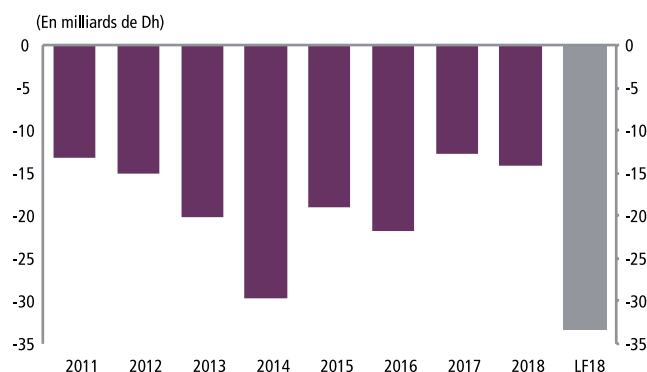
**Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement, cumul de janvier à avril**


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

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 7,2 milliards, en repli de 3,4 milliards par

rapport à fin avril 2017, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit de 14,2 milliards, en creusement de 1,4 milliard. En outre, le Trésor a réduit son stock des arriérés de paiement d'un montant de 215 millions, contre 1,6 milliard un an auparavant. Le déficit de caisse ressort ainsi à 14,4 milliards, quasiment stable d'une année à l'autre.

**Graphique 4.5 : Solde budgétaire, cumul de janvier à avril**


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

Le flux de financement extérieur négatif de 3,4 milliards ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 17,8 milliards de dirhams, en accroissement de 1,3 milliard.

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

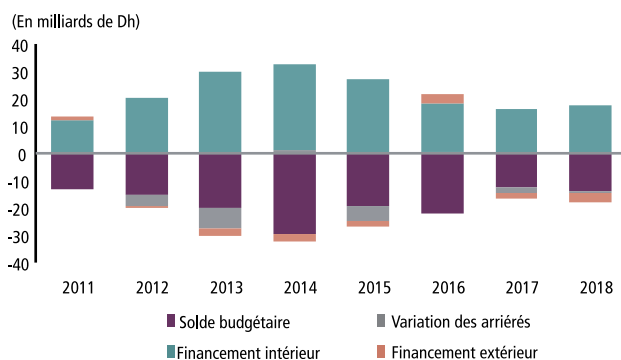
	Janv.-avr. 2017	Janv.-avr. 2018	LF 2018	Ecart absolu LF/Janv.-avr. 2018
<b>Solde ordinaire</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>21,0</b>	<b>19,5</b>
Solde des CST	10,6	7,2	6,0	-1,2
Solde primaire	-1,3	-3,6	-6,2	-2,6
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-12,8</b>	<b>-14,2</b>	<b>-33,3</b>	<b>-19,1</b>
Variation des arriérés	-1,6	-0,2	0,0	
<b>Besoin de financement</b>	<b>-14,4</b>	<b>-14,4</b>	<b>-33,3</b>	<b>-18,9</b>
Financement intérieur	16,4	17,8	13,5	-4,2
Financement extérieur	-2,0	-3,4	19,8	23,1

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

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 11,6 milliards contre 8,6 milliards un an auparavant. Les

souscriptions nettes ont été effectuées principalement sur les bons à 2 ans à hauteur de 5,6 milliards, les bons à 10 ans pour 4,6 milliards et les bons à 5 ans pour 2,7 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont concerné les bons à 52 semaines et à 26 semaines pour 1,2 milliard et 665 millions de dirhams, respectivement.

**Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement, cumul de janvier à avril\***



\* 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 ressortent globalement favorables. Les taux moyens pondérés (TMP) ont diminué de 20 point de base à 2,86% en moyenne. Ce résultat recouvre de légères évolutions selon les maturités. Les TMP assortissant les émissions ont connu des baisses de 3 pdb sur les bons à 26 semaines, de 2 pdb pour les 5 ans et de 19 pdb pour les 15 ans. En revanche, les taux d'émission sur 52 semaines et 2 ans se sont quasiment stabilisés.

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

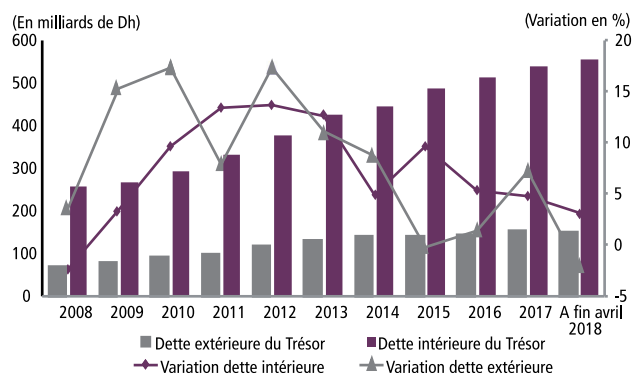
	2013	2014	2015	2016	2017	A fin avr. 2018*
<b>Dette extérieure du Trésor</b>	<b>129,8</b>	<b>141,1</b>	<b>140,8</b>	<b>142,8</b>	<b>153,1</b>	<b>149,7</b>
Var en %	11,1	8,7	-0,2	1,4	7,2	-2,2
<b>Dette intérieure du Trésor</b>	<b>424,5</b>	<b>445,5</b>	<b>488,4</b>	<b>514,7</b>	<b>539,1</b>	<b>555,8</b>
Var en %	12,6	5,0	9,6	5,4	4,8	3,1
<b>Encours de la dette directe</b>	<b>554,3</b>	<b>586,6</b>	<b>629,2</b>	<b>657,5</b>	<b>692,2</b>	<b>705,5</b>
Var en %	12,3	5,8	7,3	4,5	5,3	1,9

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

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

Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait progressé de 1,9% à fin avril 2018 par rapport à son niveau de fin décembre 2017. Cette évolution recouvre une augmentation de 3,1% de sa composante intérieure et une régression de 2,2% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



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

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données des comptes nationaux du quatrième trimestre 2017 font ressortir une croissance de 4,1%, avec une contribution positive de 2,3 points de pourcentage des exportations nettes et de 1,8 point de la demande intérieure. La croissance pour l'ensemble de l'année 2017 s'est élevée à 4,1% au lieu de 1,1% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole aurait connu un rebond de 15,4%, après une forte baisse une année auparavant, et les activités non agricoles se sont améliorées de 2,7% contre 2,2% en 2016.

Les perspectives pour le premier semestre 2018 font ressortir un accroissement de 4% de la consommation finale des ménages en lien avec la hausse des revenus agricoles et des transferts des MRE, ainsi qu'une relative amélioration de la situation sur le marché du travail. Parallèlement, l'investissement devrait progresser de 5,7% comme l'indique la hausse des importations de biens d'équipement. En revanche, la contribution de la demande extérieure nette à la croissance devrait ressortir négative. Dans ces conditions, la croissance économique se situerait à 3,6% contre 4% en 2017. La valeur ajoutée agricole devrait, en effet, afficher un net ralentissement, traduisant un effet de base, et les activités non agricoles s'accéléraient de 2,6% à 3,1%, à la faveur notamment de l'amélioration de l'activité dans les industries de transformation, l'électricité, le commerce et "hôtels et restaurants".

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé 116 mille postes au premier trimestre 2018, avec une augmentation de 50 mille emplois dans les services, de 43 mille dans l'agriculture et de 32 mille dans le BTP, l'industrie, y compris l'artisanat, ayant en revanche perdu 9 mille. Tenant compte d'une entrée nette de 92 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage a baissé, revenant de 10,7% à 10,5% au niveau national et de 15,7% à 15,6% dans les villes. Concernant le coût du travail, les données relatives au premier trimestre montrent un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 3,3% contre 1,9% en termes nominaux et de 1,2% après 0,6% en termes réels.

### 5.1 Demande intérieure

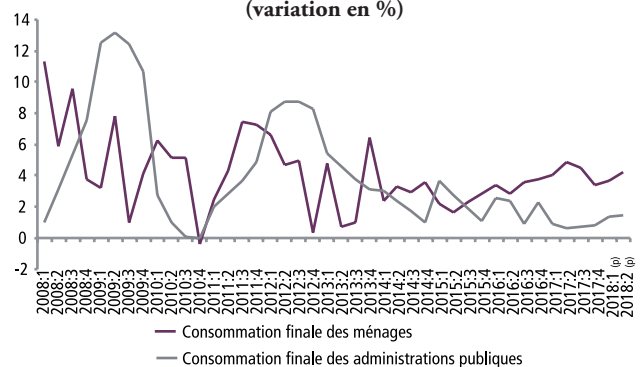
#### 5.1.1 Consommation

Les données des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre 2017 font ressortir un ralentissement de la consommation des ménages, comparativement à la même période de 2016, de 3,7% à 3,4%. Sa contribution à la croissance est revenue de 2,1 points de pourcentage à 1,9 point. Sur l'ensemble de l'année 2017, la consommation des ménages s'est située à 3,5%.

Pour le premier semestre 2018, les indicateurs disponibles laissent entrevoir un accroissement de la consommation des ménages de 4% soutenu par une accélération des transferts des MRE, ainsi qu'une hausse tangible des revenus agricoles. En outre, la situation sur le marché du travail a connu une relative amélioration tirée essentiellement par le secteur des services. Pour ce

qui est des crédits à la consommation, ils se sont accrus de 4,7% à fin mars 2018 au lieu de 4,4% une année auparavant. Les résultats de l'enquête trimestrielle de conjoncture auprès des ménages, menée par le HCP, indiquent que l'indice de confiance s'est amélioré se situant à 87,3 points au lieu de 78,2 points le même trimestre de l'année précédente.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme a décéléré au quatrième trimestre de 2,3% à 0,8%, maintenant sa croissance en 2017 à 1,5%.

Durant les deux premiers trimestres de 2018, elle devrait s'accroître en moyenne de 1,5%, notamment en liaison avec l'accélération du rythme des dépenses de fonctionnement.

### 5.1.2 Investissement

L'investissement a enregistré une baisse de 2,3% au quatrième trimestre 2017 contre une hausse de 13,8% une année auparavant, sa participation à la croissance est ressortie négative de 0,3 point de pourcentage au lieu de 4 points. Pour l'ensemble de l'année, son rythme d'accroissement a accusé une nette décélération, revenant de 11,6% à 4%.

Au premier semestre 2018, le rythme de l'investissement devrait s'accélérer à 5,7% comme l'indique l'augmentation notable des importations de biens d'équipement et l'accélération des crédits accordés à l'équipement. Par ailleurs, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib au titre du premier trimestre indiquent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par les deux tiers des industriels sondés et que les dépenses d'investissement ont stagné. Concernant le marché immobilier, le nombre de transactions a progressé pour les terrains et pour les biens à usage professionnel, alors qu'il a reculé pour les biens résidentiels.

### 5.2 Demande extérieure

Au quatrième trimestre 2017, la demande extérieure a poursuivi son amélioration entamée depuis le début de l'année, dégagant une contribution positive de 2,3 points de pourcentage contre une participation négative de 5,5 points à la même période une année auparavant. Le rythme des exportations de biens et services se sont ainsi accélérées de 7,4% à 11,9%

alors que les importations ont enregistré une nette décélération de 19% à 4,2%. Sur l'ensemble de l'année, les exportations nettes ont participé positivement à la croissance à hauteur de 0,5 point de pourcentage après une contribution négative de 4,3 points.

Cette orientation ne devrait pas se poursuivre, au premier semestre 2018, suite à l'augmentation plus rapide des importations de biens et services que celle des exportations. En effet, les importations devraient marquer une accélération de 8,8% à la faveur d'une hausse des achats de biens d'équipement, des produits alimentaires et des produits finis de consommation. Concernant les exportations, malgré la progression des ventes du secteur automobile, des produits agricoles et agro-alimentaires et de la bonne tenue des recettes touristiques, elles devraient décélérer à 9%. Par conséquent, la contribution de la demande extérieure à la croissance devrait ressortir négative.

Au total, la croissance nationale devrait s'établir autour de 3,6% en moyenne au premier semestre 2018 contre 4% une année auparavant.

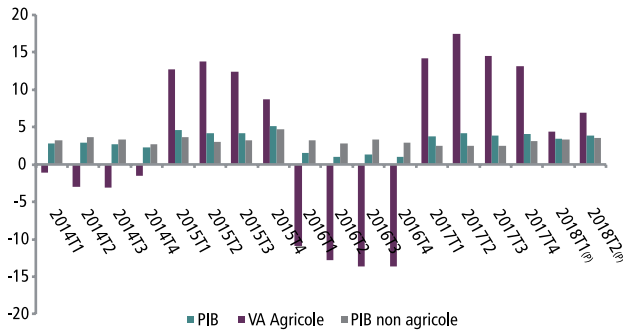
### 5.3 Offre globale

En 2017, la croissance économique s'est améliorée de 1,1% à 4,1%, avec un rebond de 15,4%, après une forte baisse une année auparavant, de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 2,7% contre 2,2% des activités non agricoles.

Au premier semestre 2018, la croissance devrait décélérer, en glissement annuel, de 4% à 3,6%. La valeur ajoutée agricole devrait afficher un net ralentissement, revenant de 15,9% à 5,7%. Cette évolution traduit essentiellement une récolte céréalière de 98,2 millions de quintaux, en hausse de 2,7% après 185,2% un an auparavant. De leur côté, les activités non agricoles s'accéléraient de nouveau de 2,6% à 3,1%. Tenant compte d'une augmentation des impôts

sur les produits nets des subventions, la croissance non agricole passerait de 2,5% à 3,4%.

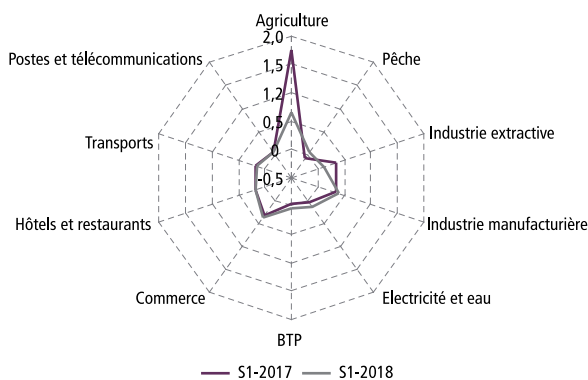
**Graphique 5.2 : PIB par composante**  
(aux prix de l'année dernière, variation en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Par secteur d'activité, le secondaire devrait maintenir son rythme de progression enregistré à la même période une année auparavant, soit de 2,6%. Cette évolution recouvre une accélération de l'activité de 2,1% à 2,5% dans les industries de transformation, et de 2,1% à 5,3% dans la branche « électricité et eau », ainsi qu'une forte décélération de 17,3% à 6,3% dans les industries extractives, l'atonie du BTP devant se poursuivre avec un accroissement de 0,6% de sa valeur ajoutée après un repli de 0,8%.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du tertiaire, la croissance devrait passer de 2,8% à 3,3%. L'activité dans la branche "hôtels et restaurants" continuerait sa croissance, avec un taux de 8,5% après 8,2%, comme en atteste l'amélioration des principaux indicateurs du secteur. De même, la valeur ajoutée devrait afficher une hausse de 4,7% contre de 3,9% dans la branche "commerce", de 4,4% au lieu de 4,7% pour les services de transport et de 2,7% après 2,6% pour le secteur des postes et télécommunications.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

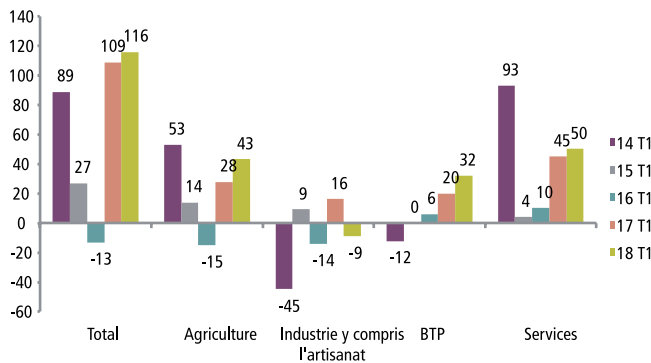
### 5.4.1 Activité et emploi

La situation du marché de travail a été marquée au premier trimestre 2018 par une hausse de 0,8% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 12,2 millions de personnes, avec une progression de 1,2% dans les villes et de 0,2% dans les zones rurales. Tenant compte d'une augmentation de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a poursuivi sa baisse, revenant de 47,5% à 47,1%. Par milieu de résidence, il a diminué de 0,7 point à 42,4% en milieu urbain, alors qu'il s'est accru de 0,5 point à 55,4% en zones rurales.

En parallèle, l'économie nationale a créé 116 mille emplois, dont près de deux tiers dans le milieu urbain. La population active occupée a ainsi progressé de 1,1% et le taux d'emploi s'est, en revanche, replié de 0,2 point à 42,2%, avec un recul de 0,5 point à 35,8% dans les villes et une hausse de 0,8 point à 53,5% en zones rurales.

Par secteur d'activité, les services ont créé 50 mille postes, l'agriculture 43 mille et le BTP 32 mille. A l'inverse, l'industrie y compris l'artisanat, a accusé une perte de 9 mille postes.

**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 1,9% à près de 1,3 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage s'est ainsi replié de 10,7% à 10,5% au niveau national, de 15,7% à 15,6% en milieu urbain et de 4,1% à 3,5% en zones rurales. La diminution du chômage n'a pas concerné toutefois les jeunes de 15 à 24 ans, dont le taux s'est élevé à 25,7% globalement et à 43,5% dans les villes.

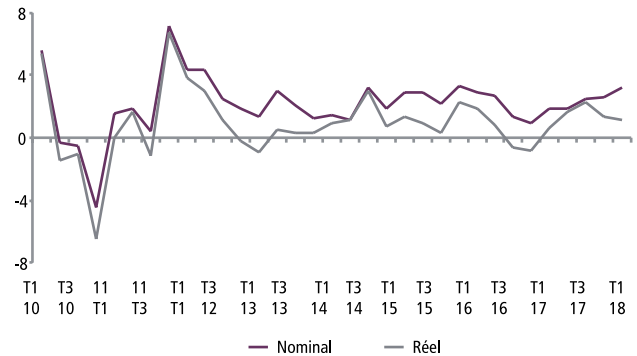
S'agissant du sous-emploi<sup>1</sup>, indicateur mesurant le degré de sous-utilisation des capacités de production, le taux est passé de 9,8% à 10% au niveau national et de 10,3% à 10,7% en zones rurales, tandis qu'il a stagné à 9,4% dans les villes.

## 3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles<sup>2</sup> a connu une accélération de 1,2% à 2% de son rythme d'accroissement, sous l'effet conjugué d'une augmentation de 2,4% à 3,1% de la valeur ajoutée et d'un léger ralentissement de 1,2% à 1,1% du volume d'emploi.

Pour ce qui est des coûts salariaux, les données relatives au premier trimestre de l'année montrent une hausse de l'indice des salaires moyens, calculé sur la base des données de la CNSS, de 3,3% après 1,9% un an auparavant en termes nominaux et de 1,2% au lieu de 0,6% en termes réels.

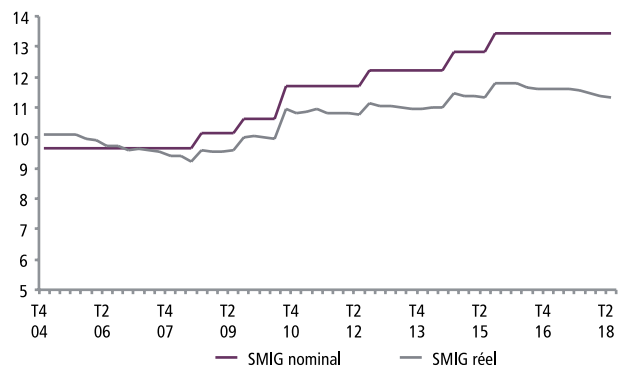
**Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources: CNSS et calculs BAM

Pour le SMIG, il s'est maintenu, au premier trimestre 2018, à 13,46 dh/h en termes nominaux. Tenant compte d'un accroissement de 2% de l'indice des prix à la consommation, le SMIG a affiché en termes réels, une baisse de 2% en glissement annuel et devrait se replier de 2,5% au deuxième trimestre 2018.

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



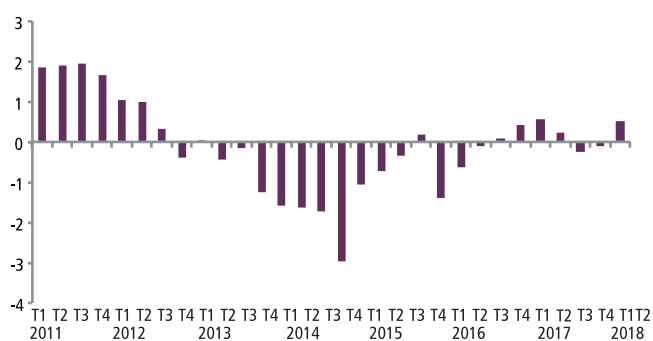
Sources : Ministère de l'Emploi et des Affaires Sociales et calculs BAM.

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

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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester positif en moyenne au premier semestre.

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



Source : Estimation BAM.

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

	T1 2017	T1 2018
<b>Taux d'activité (en %)</b>	<b>47,5</b>	<b>47,1</b>
Urbain	43,1	42,4
Rural	54,9	55,4
<b>Taux de chômage (en %)</b>	<b>10,7</b>	<b>10,5</b>
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	25,5	25,7
Urbain	15,7	15,6
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	41,5	43,5
Rural	4,1	3,5
<b>Créations d'emplois (en milliers)</b>	<b>109</b>	<b>116</b>
Urbain	86	77
Rural	23	39
Secteurs		
- Agriculture	28	43
- Industrie y compris l'artisanat	16	-9
- BTP	20	32
- Services	45	50
<b>Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>
<b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>		
Nominal	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>
Réel	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

L'accélération projetée de l'inflation au premier trimestre 2018 s'est confirmée à un rythme toutefois plus rapide que prévu dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. Cet écart est lié essentiellement à l'effet de la mise à jour, par le HCP, en mars 2018 de la structure de pondération de l'indice des prix à la consommation (IPC). Ainsi, après s'être établie à 1,2% au quatrième trimestre 2017, l'inflation est passée à 2% au premier trimestre avant d'atteindre 2,7% en avril. Cette évolution est attribuable à l'accroissement de 10,4% en avril contre 5% au premier trimestre des prix des produits alimentaires à prix volatils et de 5% au lieu de 2,2% des prix des carburants et lubrifiants sous l'effet de la hausse sensible des cours internationaux des produits pétroliers. Les tarifs des produits réglementés ont progressé à un rythme quasi-identique à celui observé le trimestre précédent soit 2,8% en l'absence de nouvelle décision gouvernementale sur les prix de ces produits. Quant à l'inflation sous-jacente, elle demeure à un niveau faible de 1% en avril après 0,9% au premier trimestre et 1,2% au quatrième trimestre 2017.

A court terme, l'inflation devrait s'accélérer de nouveau à 2,6% au deuxième trimestre alors que sa composante sous-jacente resterait proche de 1%.

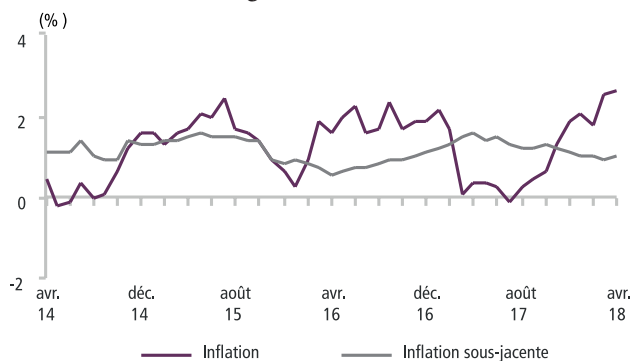
### 6.1. Evolution de l'inflation

Au cours du premier trimestre 2018, l'inflation s'est établie à 2% contre 1,2% au quatrième trimestre 2017, avant d'atteindre 2,7% en avril. Son accélération résulte d'une part du renchérissement des prix des produits alimentaires à prix volatils et de la hausse sensible des prix des carburants et lubrifiants.

Les tarifs des produits réglementés continuent d'évoluer à un rythme soutenu mais quasi-stable par rapport au trimestre précédent reflétant l'effet des hausses antérieures des tarifs des « tabacs » et des « droits de timbres ».

Pour sa part, l'inflation sous-jacente continue d'être modérée, s'établissant à 1% en avril 2018 après 0,9% au premier trimestre et 1,2% au quatrième trimestre 2017.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

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

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

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

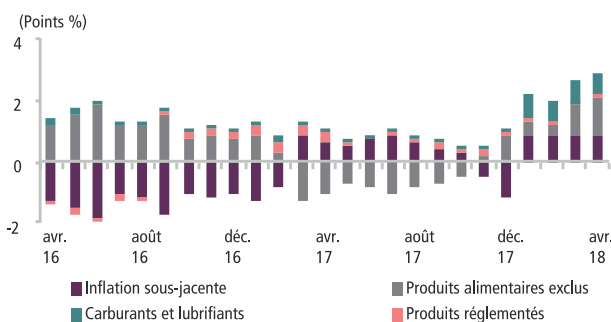
Sources : HCP et calculs BAM.



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

La tendance haussière des prix des produits alimentaires à prix volatils se poursuit. Après s'être renchérissés de 1,1% au quatrième trimestre 2017, les prix des produits alimentaires à prix volatils se sont accrus de 5% au premier trimestre 2018 et de 10,4% en avril, résultat de la baisse de l'offre de certains de ces produits. Outre l'effet de changement de la structure de pondération du panier de l'IPC, cette évolution reflète la progression de 18,3% au lieu de 7,6% au premier trimestre des prix des « légumes frais » et de 8,8% au lieu de 4,3% des prix des « poissons frais » ainsi que l'atténuation du repli à 1,3% après 4,8% des prix des « fruits frais ».

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

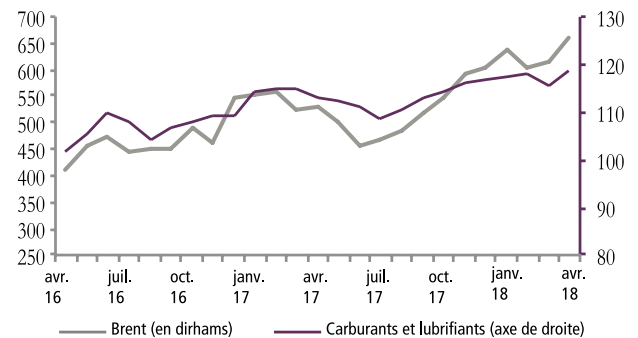


Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants se sont accrus de 5% en avril après 2,2% au premier trimestre sous l'effet de l'augmentation sensible des cours internationaux des produits pétroliers, avec un prix du Brent dépassant pour la première fois depuis décembre 2014, les 70 dollars le baril.

Parallèlement, le taux de change du dirham n'a pas connu de variation significative entre le premier trimestre et avril.

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



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont progressé de 2,8% en avril, soit un taux quasi identique à celui du trimestre passé en raison de la poursuite de l'effet des hausses en janvier dernier de 20,2% pour les tarifs de la rubrique « autres services » consécutivement au relèvement des « droits de timbre » et de 10,7% du tarif des « tabacs » suite au second rehaussement de la TIC sur certaines catégories de ce produit.

## Encadré 6.1 : Actualisation de la structure de pondérations de l'IPC

L'inflation est calculée comme la variation du coût d'un panier de biens et services de consommation représentant la structure de consommation des ménages. Sa composition est estimée sur la base d'une enquête auprès des ménages.

Le panier de référence utilisé jusqu'en décembre 2017 pour le calcul de l'indice des prix à la consommation est élaboré à partir des données de l'enquête nationale sur la consommation et les dépenses des ménages de 2001 en tenant compte également d'informations issues de l'enquête sur les niveaux de vie des ménages de 2007.

En mars 2018, le HCP a procédé à la mise à jour de la structure des pondérations des produits inclus dans le panier de l'indice des prix à la consommation (IPC) sur la base des nouvelles données issues de l'enquête nationale sur la consommation et les dépenses des ménages de 2013-2014.

Ainsi, à partir de janvier 2018, l'indice des prix à la consommation est élaboré en tenant compte de cette nouvelle structure avec comme base intermédiaire le mois de décembre 2017. La base de référence de l'IPC demeure toutefois, l'année 2006.

Comparée à l'ancienne structure de consommation, les baisses les plus prononcées ont été observées au niveau des « produits alimentaires et boissons non alcoolisées » dont la proportion dans le panier de consommation des ménages a reculé de 39,3% à 37,3% au profit des « produits non alimentaires » en l'occurrence, l'« enseignement » avec une pondération de 6,3% au lieu 3,9% et la « santé » avec 7,7% contre 5,5% auparavant.

Ces évolutions se sont traduites par le repli de 65,2% à 63,1% de la part de l'indicateur de l'inflation sous-jacente de Bank Al-Maghrib (BAM) dans l'IPC global. De même, le poids des produits alimentaires à prix volatils est revenu de 12,4% à 11,3%. En revanche les proportions se sont renforcées pour les carburants et lubrifiants et les produits réglementés, notamment les droits de timbre et les services médicaux et paramédicaux.

**Tableau E6.1.1 : Structure de pondération de l'IPC**

	Anciennes pondérations	Nouvelles pondérations
Produits alimentaires exclus de l'IPCX	12,1	11,3
dont les légumes frais	4,1	3,4
Produits réglementés	20,4	22,9
dont Services paramédicaux	1,0	1,8
Livres	0,1	0,7
Autres services	1,2	2,1
Carburants et lubrifiants	2,4	2,7
Inflation sous-jacente	65,2	63,1
Echangeables	34,9	32,3
Non échangeables	30,3	30,8

Source : HCP.

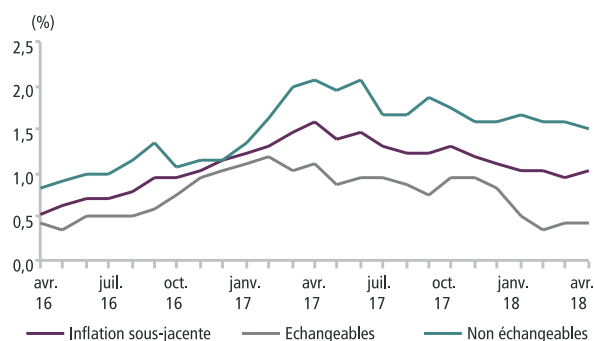
Cette actualisation a impliqué une révision à la hausse, par le HCP, de l'inflation du mois de janvier à 2% au lieu de 1,8% publiée auparavant.

En l'absence des données officielles les plus détaillées relatives aux prix et aux nouvelles pondérations des produits et des variétés inclus dans la constitution de l'IPC, l'estimation de Bank Al-Maghrib de l'impact de cette révision sur l'inflation au terme du premier trimestre 2018 est de 0,3 point de pourcentage. Ainsi, l'inflation aurait été de 1,7% au premier trimestre 2018 au lieu de 2% enregistré sur la base de cette nouvelle structure de pondération.

### 6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente demeure modérée s'établissant à 1% en avril après 0,9% au premier trimestre, soit une moyenne de 1% au cours des quatre premiers mois au lieu de 1,2% enregistrée au dernier trimestre 2017. Cette décélération est attribuable en majeure partie au ralentissement du rythme de progression des prix des biens échangeables, celui des non échangeables étant resté quasiment inchangé sur toute cette période.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

Ainsi, l'inflation des biens échangeables s'est stabilisée à 0,4% entre le premier trimestre et avril au lieu de 0,9% au quatrième trimestre 2017. Cette décélération est attribuable exclusivement au ralentissement de

8,5% à 2,6% du rythme de progression des prix des « huiles ». Leur contribution à l'inflation sous-jacente étant revenue de 0,5 point au quatrième trimestre 2017 à 0,2 point de pourcentage au premier trimestre.

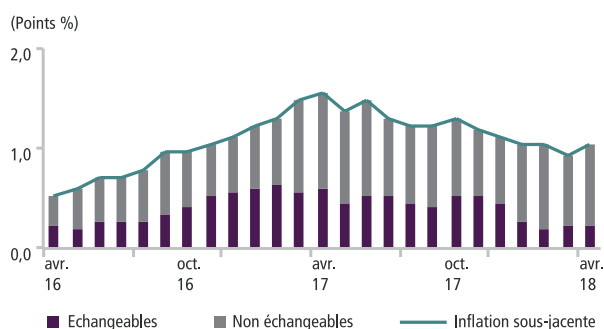
**Tableau 6.2 : Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables**

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	févr. 18	mars 18	avr. 18	févr. 18	mars 18	avr. 18
<b>Biens échangeables</b>	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,4
<b>Biens non échangeables</b>	0,3	0,1	0,2	1,6	1,6	1,5
<b>Inflation sous-jacente</b>	0,1	-0,1	0,2	1,0	0,9	1,0

Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens non échangeables ont progressé de 1,5% en avril après 1,6% au cours des deux derniers trimestres maintenant leur contribution à l'inflation sous-jacente à 0,7 point de pourcentage.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

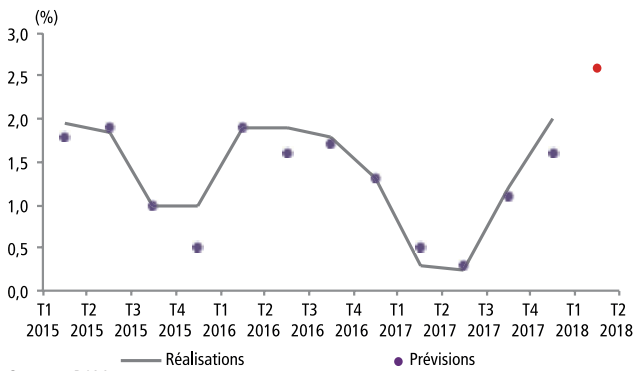
L'inflation devrait poursuivre son accélération au cours du deuxième trimestre pour s'établir à 2,6%, tirée principalement par la poursuite de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils et de ceux des carburants et lubrifiants. L'inflation sous-jacente resterait, en revanche, à un niveau relativement modéré autour de 1%.

Ainsi, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient progresser de 6,9% au deuxième trimestre, rythme largement supérieur à celui observé un trimestre auparavant, résultat de l'effet conjoint des hausses mensuelles projetées au cours des deux prochains mois mais également l'effet de base lié à leur niveau relativement faible un an auparavant.

Pour leur part, les carburants et lubrifiants devraient connaître un renchérissement de 6,8% en moyenne au cours du prochain trimestre en lien avec l'augmentation prévue des cours internationaux des produits pétroliers.

En revanche, et en l'absence de nouvelles décisions sur les prix des produits à tarifs réglementés, ces derniers devraient continuer de progresser quasiment au même rythme observé en avril, soit 2,7%.

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

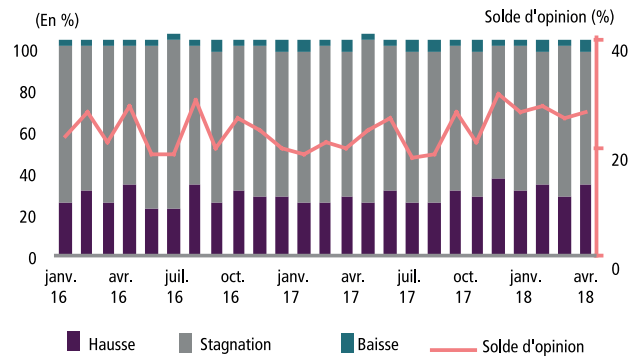


Sources : BAM.

### 6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie conduite au mois d'avril 2018, indiquent que la part des industriels enquêtés anticipant une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois reste élevé s'établissant à 63%, alors que 31% prévoient une hausse et 6% d'entre eux tablent sur une baisse.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au deuxième trimestre 2018 laissent entrevoir une nouvelle hausse de l'inflation anticipée par les experts financiers à l'horizon de huit trimestres à 2,1% au lieu de 1,9%.

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

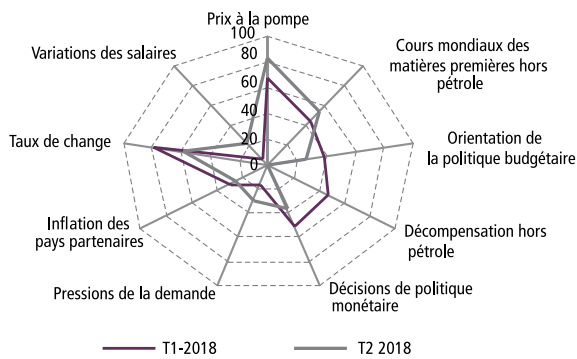


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

Ces derniers considèrent que l'évolution des prix à la pompe, du taux de change et des prix des cours mondiaux des matières premières hors pétrole devraient influencer significativement l'orientation future de l'inflation durant cette période.

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



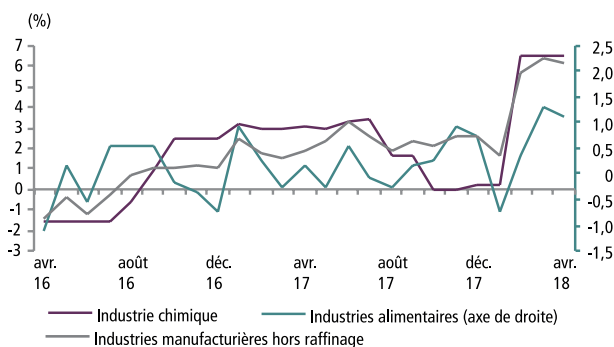
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

## 6.4. Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont accusé une baisse mensuelle de 0,2% en avril alors qu'ils avaient augmenté de 0,5% en moyenne au cours des trois premiers mois de l'année. Cette évolution est attribuable en majeure partie aux replis de 0,3% des prix à la production des « industries alimentaires » et de 0,5% de ceux de la branche « industrie d'habillement » qui ont plus que compensé l'augmentation de 0,7% des prix à la production de l'industrie de « fabrication du textile ».

En glissement annuel, les prix à la production hors raffinage ont progressé de 2,2% en accélération par rapport 1,5% enregistré en moyenne au cours du premier trimestre 2018.

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



Source : HCP.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

---

### Synthèse

---

L'activité économique mondiale devrait rester résiliente et maintenir une dynamique soutenue en 2018 et ce, en dépit des signes de modération observés en début d'année dans certaines économies avancées. Un ralentissement est toutefois attendu en 2019 et les perspectives restent entourées de plusieurs risques liés notamment aux tensions géopolitiques et à la montée du protectionnisme.

Aux Etats-Unis, l'économie devrait continuer à enregistrer une croissance solide en 2018, bénéficiant particulièrement des réformes fiscales, avant de ralentir en 2019. En revanche, dans la zone euro, l'activité devrait marquer une décélération à moyen terme, impactée en partie par les incertitudes entourant les relations commerciales mondiales ainsi que le durcissement prévu des conditions monétaires. Dans les économies émergentes, la reprise se poursuivrait, tirant profit de l'amélioration de la demande émanant des pays avancés, de la hausse des cours des matières premières énergétiques pour les pays exportateurs et de la dépréciation des monnaies pour certaines économies. En particulier, l'activité économique devrait continuer à s'améliorer en Russie et au Brésil, tandis qu'en Chine, elle poursuivrait sa décélération en relation avec le rééquilibrage de son économie.

Sur les marchés des matières premières, les cours mondiaux du Brent devraient poursuivre leur tendance haussière en 2018, reflétant principalement la réduction plus importante qu'attendu de la production et l'accentuation des tensions géopolitiques. En 2019, ils reculeraient, sous l'effet essentiellement de l'augmentation prévue des extractions, notamment aux Etats-Unis. Pour leur part, les prix des produits alimentaires ont quasiment stagné sur les cinq premiers mois de l'année et resteraient à un niveau bas à moyen terme.

Dans ces conditions, et tenant compte particulièrement de la consolidation de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis devrait se situer à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED, et continuerait, en revanche, à osciller autour de 1,5% dans la zone euro, en raison essentiellement de tensions inflationnistes sous-jacentes modérées.

Au niveau national, la dynamique des exportations se poursuivrait à moyen terme, sous l'effet notamment d'une augmentation des ventes de la construction automobile en 2019, avec la mise en production annoncée de l'usine Peugeot. Quant aux importations, elles s'accéléraient en 2018, en raison notamment du maintien du rythme élevé des acquisitions des biens d'équipement et d'une hausse notable des achats des voitures de tourisme, avant de décélérer en 2019. Par ailleurs, les recettes de voyage et les transferts des MRE maintiendraient une dynamique soutenue en 2018, avant d'enregistrer un ralentissement en 2019, et les entrées de dons des partenaires du CCG se solderaient par un montant de 7 milliards de dirhams en 2018. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se creuserait à 4,1% du PIB en 2018 avant de revenir à 3,6% en 2019.

Tenant compte de ces évolutions et d'un afflux d'IDE équivalent à 4,4% du PIB en 2018 et à 3,5% en 2019, les RIN se situeraient à 255,4 milliards de dirhams en 2018 et à 245,9 milliards en 2019. Leur couverture en mois d'importations se situerait ainsi à 5 mois et 25 jours et à 5 mois et 18 jours respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, elles resteraient globalement appropriées. En particulier, la dépréciation du taux de change effectif réel devrait se poursuivre en 2018, mais à un rythme moindre qu'attendu en mars, en raison, d'une part, de la dépréciation plus importante de certaines monnaies émergentes, et, d'autre part, de la révision à la hausse de l'inflation domestique à un niveau supérieur à celui des partenaires et concurrents. En 2019, le TCER se déprécierait légèrement, résultat d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc. Pour sa part, le crédit au secteur non financier poursuivrait son rythme lent avec une hausse de 4% en 2018 et de 4,5% en 2019.

Au niveau des finances publiques, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme, bien qu'à un rythme plus lent que prévu en mars. En effet, le déficit budgétaire devrait s'établir, selon les projections de BAM, à 3,4% du PIB en 2018 et à 3,3% en 2019.

La croissance nationale devrait ralentir de 4,1% en 2017 à 3,6% en 2018, reflétant une décélération de 15,4% à 5,7% de la hausse de la valeur ajoutée agricole, les activités non agricoles devant poursuivre leur reprise, à un rythme toutefois modéré de 3,2% après 2,7%. Du côté de la demande, cette évolution recouvre un raffermissement de la demande intérieure et une contribution négative des exportations nettes. En 2019, la croissance poursuivrait son ralentissement pour s'établir à 3,1%, recouvrant un repli de 1,7% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole normale, et une poursuite du redressement des activités non agricoles qui progresseraient de 3,5%. Par composantes de la demande, cette décélération s'explique principalement par le ralentissement du dynamisme de la demande intérieure, tandis que la contribution négative des exportations nettes devrait s'atténuer.

Dans ce contexte, l'inflation devrait s'accélérer de 0,7% en 2017 à 2,4% en 2018, reflétant une hausse sensible des prix des produits exclus de sa composante sous-jacente, avant de revenir à 1,4% en 2019. Sa tendance fondamentale devrait, toutefois, légèrement décélérer en 2018, tenant compte particulièrement du ralentissement de la hausse des prix des huiles et des légumineuses observé durant les premiers mois de l'année, avant de revenir à 1,6% en 2019.

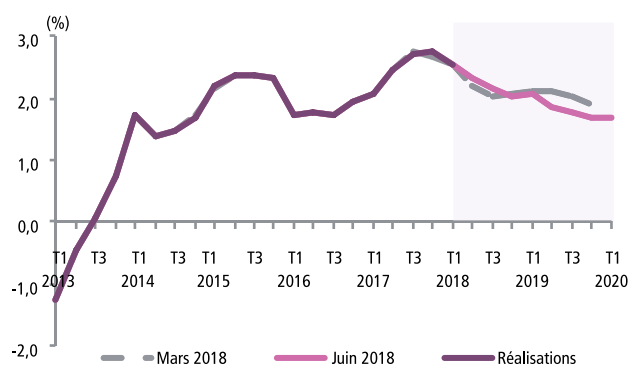
## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

### Poursuite du raffermissement de l'activité économique mondiale avec toutefois une montée des incertitudes

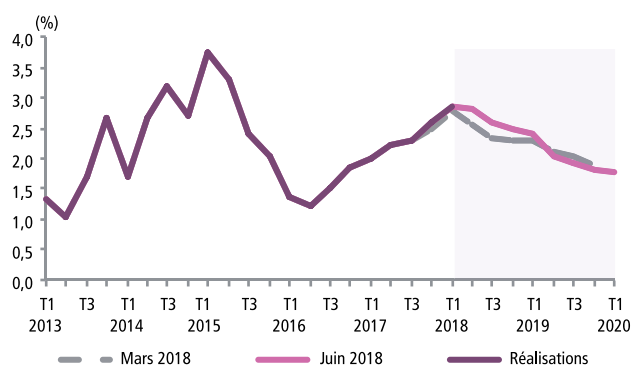
Dans un contexte d'intensification des risques, l'activité économique mondiale devrait rester résiliente et maintiendrait une dynamique soutenue en 2018 et ce, en dépit des signes de modération observés en début d'année dans certaines économies avancées, avant de s'inscrire en ralentissement en 2019. En particulier, après s'être établie à 2,3% en 2017, la croissance aux Etats-Unis devrait s'élever à 2,7% en 2018, bénéficiant particulièrement des réformes fiscales, avant de revenir à 2% en 2019. En revanche, dans la zone euro, la croissance a affiché des signes de modération en début d'année et devrait marquer une décélération de 2,5% à 2,3% en 2018 et à 1,8% en 2019, impactée en partie par les incertitudes entourant les relations commerciales mondiales ainsi que par le durcissement de la politique monétaire de la BCE prévu à partir de 2019. Dans les pays émergents, l'activité devrait bénéficier de la reprise de la demande émanant des économies avancées, de la hausse des prix des matières premières énergétiques pour les pays exportateurs et de la dépréciation des monnaies pour certaines économies. En particulier, l'activité économique devrait continuer à s'améliorer en Russie et au Brésil. Par ailleurs, la croissance en Chine resterait soutenue, avoisinant l'objectif du Gouvernement de 6,5% en 2018, et poursuivrait sa décélération en 2019 avec le rééquilibrage de l'économie.

Ces perspectives restent toutefois entourées d'importants risques, qui prennent de plus en plus d'ampleur. En particulier, l'orientation protectionniste de la politique commerciale des Etats-Unis, la montée des tensions géopolitiques, l'instabilité politique dans certains pays de la zone euro, la fragilité du système financier, particulièrement en Chine, et les incertitudes autour des modalités du Brexit pèsent sur les perspectives de l'activité mondiale.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : prévisions GPMN<sup>1</sup>, mai 2018.

### Maintien d'un niveau apprécié de l'euro à moyen terme

Au cours des trois premiers mois de l'année, l'euro s'est renforcé vis-à-vis le dollar, atteignant ses plus hauts niveaux depuis 2015. Son évolution reflète aussi bien l'amélioration des fondamentaux économiques de la zone euro et le regain de confiance quant à la solidité de la reprise de l'activité, que les inquiétudes entourant l'orientation des politiques de l'administration américaine. A moyen terme, et après le récent renforcement du dollar en raison

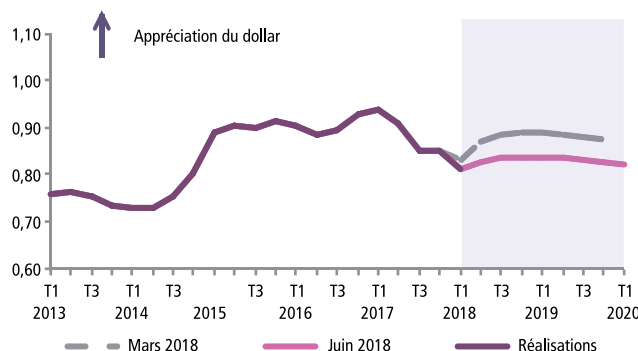
<sup>1</sup> Global Projection Model Network.



particulièrement d'une modération de l'activité dans la zone euro et des incertitudes politiques dans certains pays de la zone, l'euro devrait se maintenir à un niveau apprécié par rapport au dollar.

Parallèlement, la divergence entre les orientations des politiques monétaires de la FED et de la BCE devrait s'atténuer à partir de 2019. En effet, la BCE entamerait l'augmentation de son taux directeur en 2019 et mettra fin à ses achats d'actifs à fin décembre 2018. La FED, quant à elle, devrait poursuivre la normalisation de sa politique monétaire, avec une autre hausse prévue en 2018, et ce, parallèlement à la réduction graduelle de son bilan entamée en octobre 2017.

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



Source : prévisions GPMN, mai 2018.

## Renchérissement prévu des cours mondiaux du Brent et maintien d'un niveau bas des prix des produits alimentaires

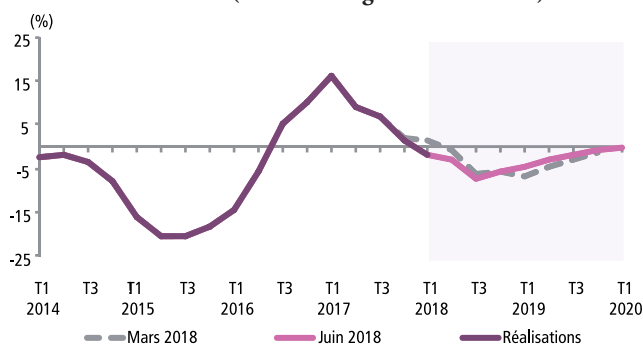
L'amélioration de la demande mondiale, conjuguée à la réduction plus importante qu'attendu de la production, suite notamment aux perturbations de l'industrie vénézuélienne, et à l'accentuation des tensions géopolitiques, avec en particulier la suspension de l'accord nucléaire américano-iranien et un rétablissement des sanctions contre l'Iran, ont exercé des pressions à la hausse sur les cours du pétrole en début d'année. Après avoir culminé à près de 80 \$/bl, le prix du Brent a enregistré une atténuation de sa tendance haussière à partir de fin mai et devrait s'établir en moyenne à 67,2 \$/bl sur l'ensemble de l'année, en révision à la hausse de 3,4 dollars par rapport aux projections de mars. En 2019, il reculerait à 62,5 \$/bl, sous l'effet essentiellement de l'augmentation prévue des extractions aux Etats-Unis.

S'agissant des prix des fertilisants, la Banque mondiale a sensiblement révisé à la hausse ses projections des cours du DAP, du TSP et, dans une moindre ampleur, de ceux du phosphate brut. Ces révisions s'expliquent principalement par la hausse des coûts de production et le maintien prévu d'un niveau soutenu de la demande, bien que de larges nouvelles capacités soient attendues notamment au Maroc et en Arabie Saoudite. Les prix du DAP et du TSP marqueraient, ainsi, des accroissements respectifs de 9,9% à 390 \$/mt et de 11,2% à 315 \$/mt en 2018, alors que ceux du phosphate brut fléchiraient de 2,2%. En 2019, les cours devraient augmenter de 1,3% pour le DAP, de 1,6% pour le TSP et de 2,1% pour le phosphate brut. Pour les prix des produits alimentaires, l'indice de la FAO a quasiment stagné sur les cinq premiers mois de l'année et devrait maintenir un niveau bas à moyen terme.

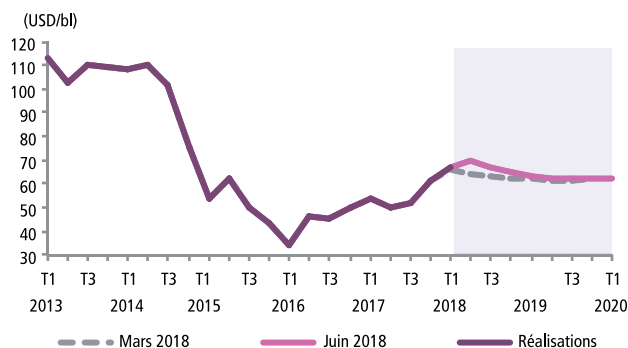
Dans ces conditions, et tenant compte particulièrement de la consolidation de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis devrait se stabiliser à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED. Elle continuerait, en

revanche, à osciller autour de 1,5% dans la zone euro<sup>2</sup>, en raison essentiellement de la modération des tensions inflationnistes sous-jacentes.

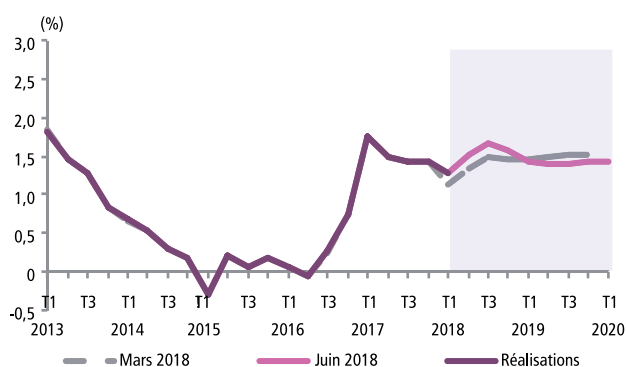
**Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires (variation en glissement annuel)**



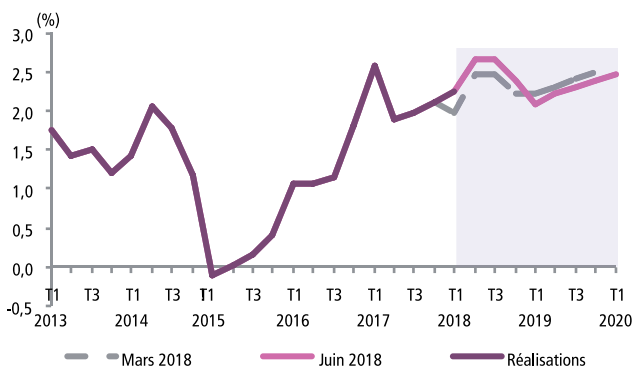
**Graphique 7.5 : Prix du Brent**



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



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



Source: prévisions GPMN, mai 2018.

## Poursuite de l'ajustement budgétaire

Au niveau national, le déficit budgétaire au titre de l'année 2018 devrait se situer à 3,4% du PIB en 2018, en révision à la hausse comparativement à l'exercice de mars et ce, tenant compte essentiellement des réalisations budgétaires et des projections macroéconomiques de BAM. En effet, les recettes de l'IS ont été revues à la baisse en raison du repli du montant encaissé à fin mars 2018 au titre de l'acompte de régularisation de l'IS payé en 2017. En parallèle, les dépenses ont été légèrement revues à la baisse intégrant les réalisations du premier trimestre de 2018 et les hypothèses relatives aux cours du pétrole et au taux de change.

Pour 2019, les prévisions tablent sur un déficit de 3,3% du PIB, contre 3,2% retenu dans l'exercice de mars, tenant compte notamment de l'annonce du Gouvernement d'augmenter les allocations familiales. Les dépenses ont été également marquées par l'ajustement à la hausse de la charge de compensation. En parallèle, les recettes ont été légèrement ajustées à la hausse, notamment celles de la TIC.

<sup>2</sup> Prévisions de mai 2018 du réseau GPMN. La BCE table dans ses prévisions du 14 juin sur un taux d'inflation de 1,7% en 2018 et en 2019. Sa composante hors énergie et produits alimentaires devrait se situer à 1,1% et à 1,6% respectivement.

## Une production céréalière de 98,2 millions de quintaux pour la campagne agricole 2017-2018 et retour à la normale en 2019

La production céréalière au titre de la campagne agricole 2017-2018 se serait élevée, selon les premières estimations du ministère de l'Agriculture, à 98,2 millions de quintaux. En 2019, l'hypothèse d'une production céréalière de 70 millions de quintaux est retenue, avec une poursuite de la performance tendancielle des autres cultures.

### 7.2 Projections macroéconomiques

#### Creusement du déficit du compte courant en 2018 et allègement en 2019

Le déficit du compte courant devrait se creuser de 3,6% du PIB en 2017 à 4,1% du PIB en 2018, sous l'effet notamment d'un alourdissement de la facture énergétique. En 2019, il devrait s'alléger à 3,6%, avec notamment une hausse notable des exportations de l'industrie automobile.

Après s'être accrues de 10,1% en 2017, les exportations devraient progresser de 5,8% en 2018, avec en particulier une poursuite de l'amélioration des ventes des phosphates et dérivés, tenant compte des réalisations sur les quatre premiers mois de l'année et de la révision des projections des prix du DAP. Sous l'effet de la mise en production de l'usine Peugeot, le rythme de progression des exportations globales s'accélérait à 6,9% en 2019. En parallèle, l'accroissement des importations devrait s'accélérer à 7,2% en 2018, résultat essentiellement du maintien d'un rythme soutenu des acquisitions des biens d'équipement et d'une hausse notable des achats des voitures de tourisme, avant de ralentir à 3,7% en 2019, sous l'effet d'une baisse des achats des produits énergétiques et d'un ralentissement des acquisitions de biens d'équipement.

Quoiqu'en ralentissement, la dynamique des recettes de voyage devrait se poursuivre à moyen terme avec des hausses de 8% en 2018 et de 4% en 2019. Pour ce qui est des transferts des MRE, ils devraient s'accélérer de 5,7% en 2017 à 6% et se consolider à 4,1% en 2019.

Tenant compte notamment d'un afflux d'IDE de 4,4% du PIB en 2018 et de 3,5% en 2019 et d'une entrée en 2018 de 7 milliards de dirhams de dons en provenance des pays du CCG, les RIN devraient se situer autour de 255,4 milliards de dirhams en 2018 avant de revenir à 245,9 milliards à fin 2019. Leur couverture en mois d'importations de biens et services se situerait à 5 mois et 25 jours et 5 mois et 18 jours respectivement.

**Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements**

	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
Exportations de biens* (variation en %)	8,3	8,6	3,5	10,1	5,8	6,9	-0,2	-0,6
Importations de biens* (variation en %)	2,0	-4,9	10,3	6,5	7,2	3,7	0,1	-0,5
Recettes de voyages (variation en %)	7,7	-1,4	5,0	11,9	8,0	4,0	2,3	-1,2
Transferts des MRE (variation en %)	-0,8	4,8	4,0	5,7	6,0	4,1	1,0	0,0
<b>Solde du compte courant (en % PIB)</b>	<b>-6,0</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>
<b>Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

\* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

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

La dépréciation du taux de change effectif réel (TCER) devrait se poursuivre en 2018, bien qu'à un rythme moindre qu'attendu en mars en raison, d'une part, de la dépréciation plus importante que prévu de certaines monnaies émergentes, notamment la lire turque, et, d'autre part, de la révision à la hausse de l'inflation domestique à un niveau supérieur à celui des partenaires et concurrents. En 2019, le TCER se déprécierait légèrement, résultat particulièrement d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc.

Tenant compte de l'évolution prévue des réserves internationales nettes et de la hausse de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait s'établir à 39,8 milliards de dirhams à fin 2018 avant de s'accroître à 59,6 milliards au terme de 2019. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, son taux d'accroissement a été revu à la baisse à 4% en 2018 et ce, compte tenu des évolutions récentes notamment des prêts à la promotion immobilière, et maintenu inchangé à 4,5% en 2019.

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

	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	3,8	0,3	3,9	3,8	4,0	4,5	-0,5	0,0
M3 (variation en %)	6,2	5,7	4,7	5,5	5,2	4,2	-0,2	0,4
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-40,6	-16,5	-14,7	-40,9	-39,8	-59,6	-4,3	-0,2

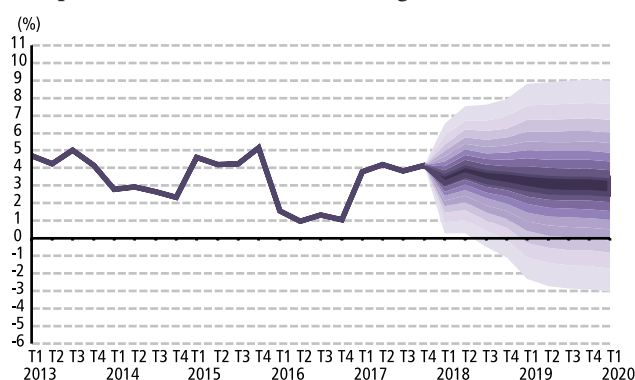
### Poursuite de la reprise des activités non agricoles, toutefois à un rythme lent

Bénéficiant d'une bonne campagne agricole pour la deuxième année consécutive, la croissance nationale devrait se situer à 3,6% en 2018 après 4,1% en 2017. Ce ralentissement ressort en atténuation par rapport aux prévisions de mars, suite à la révision à la hausse de la progression de la valeur ajoutée agricole à 5,7% au lieu de 2,3%. Les activités non agricoles devraient, pour leur part, poursuivre leur reprise, à un rythme toutefois modéré de 3,2%.

Du côté de la demande, cette évolution recouvre un net raffermissement de la demande intérieure, tiré essentiellement par la bonne tenue de la consommation finale des ménages, elle-même soutenue par la poursuite de l'amélioration des revenus agricoles et des transferts des MRE. De surcroît, l'investissement devrait maintenir une croissance soutenue, tenant compte particulièrement de la hausse plus importante qu'attendu des importations de biens d'équipement au cours des quatre premiers mois de l'année. La hausse de la consommation finale des administrations publiques devrait, quant à elle, rester modérée, en relation avec la poursuite des efforts de maîtrise des dépenses de fonctionnement. Pour leur part, les exportations nettes afficheraient une contribution négative à la croissance, sous l'effet de la poursuite de la dynamique des importations de biens et services, elle-même liée au raffermissement de la demande intérieure. De leur côté, les exportations, bien qu'en décélération, maintiendraient un taux de croissance soutenu, tirant profit notamment de la consolidation prévue de la demande étrangère et de la dépréciation du taux de change effectif réel.

En 2019, la croissance poursuivrait son ralentissement à 3,1%, reflétant une baisse de 1,7% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne, la croissance des activités non agricoles devant se consolider à 3,5%. Par composante de la demande, cette évolution reflète une baisse de la contribution positive de la demande intérieure, avec le ralentissement prévu aussi bien de la croissance de la consommation finale des ménages, en raison en particulier d'une baisse attendue des revenus agricoles, que de l'investissement, traduisant un effet de base défavorable. En revanche, la croissance de la consommation des administrations publiques devrait s'accroître, bénéficiant de l'augmentation prévue des allocations familiales. Parallèlement, la dégradation des exportations nettes devrait s'alléger, résultat d'une décélération du rythme d'accroissement des importations. Les exportations devraient, pour leur part, rester dynamiques, tirant profit d'une demande étrangère soutenue ainsi que de la mise en production de l'usine Peugeot.

**Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2018 - T1 2020), en glissement annuel \***



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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

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

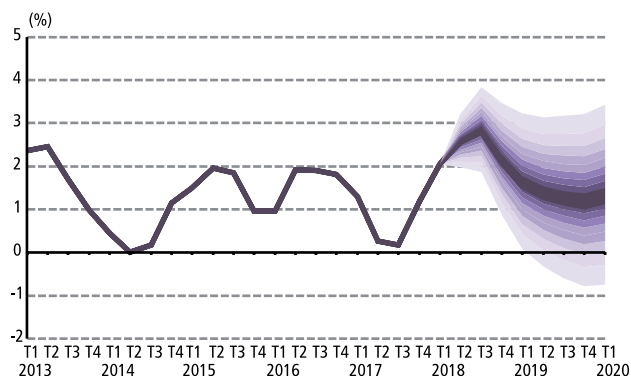
Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

## Hausse de l'inflation en 2018

L'inflation devrait s'accroître de 0,7% en 2017 à 2,4% en 2018, en révision à la hausse de 0,6 point de pourcentage par rapport aux projections de mars, reflétant une augmentation sensible des composantes exclues de l'inflation sous-jacente. En effet, l'accroissement des prix des produits réglementés devrait nettement s'accroître, traduisant le relèvement de la TIC sur les tabacs bruns et des droits de timbres. De même, après une baisse une année auparavant, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient rebondir. Pour sa part, quoiqu'en décélération

par rapport à 2017, la hausse des prix des carburants et lubrifiants devraient se poursuivre, en ligne avec les évolutions prévues des cours mondiaux du Brent. En revanche, l'inflation sous-jacente devrait connaître une légère décélération de 1,3% à 1,1% et ce, tenant compte particulièrement du ralentissement de la progression des prix des huiles et des légumineuses observé en début d'année.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2018 - T1 2020)\***



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

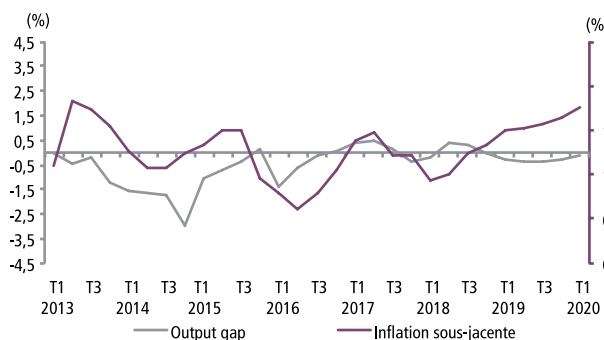
**Tableau 7.4 : Inflation**

	Réalizations				Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Horizon de 8 trimestres	2018	2019
<b>Inflation</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>
Inflation sous-jacente	1,2	1,4	0,8	1,3	1,1	1,6	1,4	-0,2	-0,3

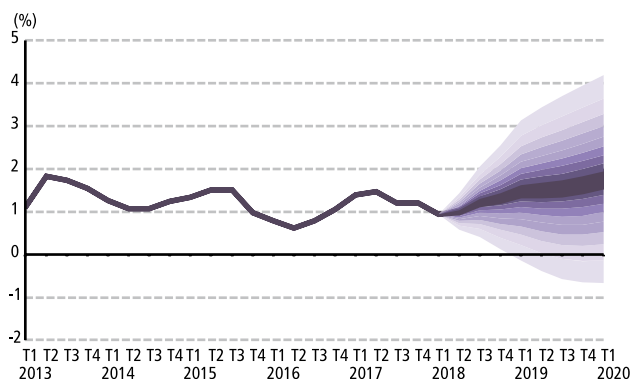
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

En 2019, et sous l'hypothèse de la dissipation des hausses des produits alimentaires et énergétiques, l'inflation devrait décélérer à 1,4%. Sa composante sous-jacente devrait, toutefois, connaître une accélération à 1,6%, reflétant essentiellement le maintien de la dépréciation du taux de change effectif réel.

**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 (T2 2018 - T1 2020)\***



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

Sources : HCP, calculs et prévisions BAM.

## 7.3 Balance des risques

---

Cet exercice intervient dans un contexte d'intensification des risques entourant le scénario central de prévision qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale. La balance des risques ressort à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

En ce qui concerne la croissance, les risques d'une détérioration des perspectives de l'activité économique mondiale restent élevés et pourraient peser sur la demande étrangère adressée au Maroc, étant donné l'orientation protectionniste de la politique commerciale de l'administration américaine, la montée des tensions géopolitiques et l'instabilité politique dans certains pays de la zone euro. Au niveau national, la campagne de boycott qui a visé certains secteurs pourrait constituer une source non négligeable de pressions à la baisse sur l'activité économique.

S'agissant des prévisions d'inflation, les risques identifiés peuvent induire un niveau plus élevé que prévu. Les pressions inflationnistes pourraient émaner d'un accroissement plus accentué des cours des produits énergétiques à l'international. Ces derniers pourraient, en effet, avoir un impact direct sur les prix des carburants et induire des effets de second tour sur les prix à la consommation à travers les coûts de production. En outre, la concrétisation de la proposition du Gouvernement d'une augmentation des salaires publics pourrait engendrer une hausse plus rapide que prévu des prix.

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

---

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
ANRT	: Agence Nationale de la Règlementation des Télécommunications
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BCP	: Banque Centrale Populaire
BoE	: Banque d'Angleterre
BLS	: US Bureau of Labor Statistics
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CCG	: Conseil de Coopération du Golf
CCG	: Conseil de la Coopération du Golfe
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CMR	: Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
DAP	: Phosphate Diammonique
DJ	: Dow Jones
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
EUROSTOXX	: Principal indice boursier européen
EUR	: EURO
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FED	: Réserve fédérale des États-Unis
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
FTSE	: Financial Times stock exchanges
HCP	: Haut-Commissariat au Plan
ICM	: Indice de Confiance des Ménages
GPM	: Global Projection Model (Modèle de projection de l'économie mondiale)
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation



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

---

## LISTE DES GRAPHIQUES

---

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	16
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	17
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	17
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	17
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	17
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar .....	18
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent en dollars .....	19
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie .....	19

Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	19
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	20
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile.....	21
Graphique 2.2	: Evolution des transferts MRE .....	22
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire .....	24
Graphique 3.2:	Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	25
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques .....	25
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	26
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel .....	26
Graphique 3.6	: Ecart monétaire .....	26
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire .....	27
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	27
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande .....	28
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	28
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....	29
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	29
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2018 .....	29
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	30
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....	30
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances .....	32
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	32
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	33
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement, cumul de janvier à avril .....	33
Graphique 4.5	: Solde budgétaire, cumul de janvier à avril .....	33
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement, cumul de janvier à avril.....	34
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	34
Graphique 5.1	: Dépenses de la consommation finale nationale .....	35
Graphique 5.2	: PIB par composante .....	37
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance .....	37
Graphique 5.4	: Créations d'emplois par secteur (en milliers).....	38
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation .....	38
Graphique 5.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	38
Graphique 5.7	: Output-gap global .....	39
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	40
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	41
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants .....	41
Graphique 6.4	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	43
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	43
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....	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.....	45
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 EUR /USD .....	49
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires.....	50
Graphique 7.5	: Prix du Brent.....	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 (T1 2018 - T1 2020) .....	53
Graphique 7.9	: Prévisions de l’inflation sur l’horizon de prévision (T2 2018 - T1 2020).....	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 (T2 2018 - T1 2020).....	54

## LISTE DES TABLEAUX

---

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	15
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage .....	16
Tableau 1.3	: Evolution récente de l’inflation dans les principaux pays avancés .....	20
Tableau 2.1	: Evolution des exportations .....	21
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés .....	21
Tableau 2.3	: Evolution des importations .....	22
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits à l’import .....	22
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services .....	22
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	24
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs .....	25
Tableau 3.3	: Taux créditeurs .....	25
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires .....	31
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques .....	32
Tableau 4.3	: Financement du déficit .....	33
Tableau 4.4	: Evolution de l’endettement du Trésor .....	34
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	39
Tableau 6.1	: Evolution de l’inflation et de ses composantes .....	41
Tableau E6.1.1	: Structure de pondération de l’IPC .....	42
Tableau 6.2	: Evolution 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 6.1	: Actualisation de la structure de pondérations de l’IPC .....	42
-------------	--	----