



1959 - 2019

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 51/2019

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 18 JUIN 2019

Dépôt légal : 2019/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

| | |
|---|-----------|
| Préambule | 5 |
| Communiqué de presse | 7 |
| Aperçu général | 10 |
| 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX | 15 |
| 1.1 Activité économique et emploi | 15 |
| 1.2 Conditions monétaires et financières | 17 |
| 1.3 Prix des matières premières et inflation | 18 |
| 2. Comptes extérieurs | 21 |
| 2.1 Balance commerciale | 21 |
| 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes | 22 |
| 2.3 Compte financier | 23 |
| 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS | 24 |
| 3.1 Conditions monétaires | 24 |
| 3.2 Prix des actifs | 28 |
| 4. Orientation de la politique budgétaire | 32 |
| 4.1 Recettes ordinaires | 32 |
| 4.2 Dépenses | 33 |
| 4.3 Déficit et financement du Trésor | 34 |
| 5. Demande, offre et marché du travail | 36 |
| 5.1 Demande intérieure | 36 |
| 5.2 Demande extérieure | 37 |
| 5.3 Offre globale | 37 |
| 5.4 Marché du travail et capacités de production | 38 |
| 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION | 41 |
| 6.1. Evolution de l'inflation | 41 |
| 6.2. Perspectives à court terme de l'inflation | 43 |
| 6.3. Anticipations de l'inflation | 44 |
| 6.4. Prix à la production | 44 |
| 7. Perspectives à moyen terme | 46 |
| Synthèse | 46 |
| 7.1 Hypothèses sous-jacentes | 48 |
| 7.2 Projections macroéconomiques | 51 |
| 7.3 Balance des risques | 55 |
| LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS | 56 |
| LISTE DES GRAPHIQUES | 57 |
| LISTE DES TABLEAUX | 59 |

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

COMMUNIQUE DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 18 juin 2019

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 18 juin sa deuxième réunion trimestrielle de l'année 2019.
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 2018.
3. Le Conseil a également analysé les évolutions récentes 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 prévisions à moyen terme de l'inflation, de la croissance, des comptes extérieurs, des conditions monétaires et des finances publiques, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 2,25% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
5. Le Conseil a noté que l'inflation a été faible au cours des quatre premiers mois de l'année, avec une diminution en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation de 0,1% en moyenne. Cette baisse est attribuable à celle des prix des produits alimentaires à prix volatils et, dans une moindre mesure, des prix des carburants et lubrifiants. Ces facteurs impacteront l'évolution de l'inflation sur l'ensemble de l'année 2019, la ramenant à 0,6% après avoir atteint 1,9% en 2018. En 2020, elle s'accélérerait à 1,2%, tirée par sa composante sous-jacente qui, soutenue principalement par la reprise prévue de la demande intérieure, s'établirait à 1,5% après 0,8% prévue en 2019 et 1,1% en 2018.
6. Au plan international, pâtissant des tensions commerciales ainsi que des incertitudes politiques et géopolitiques, l'économie mondiale devrait marquer une nette décélération en 2019, avant de connaître une amélioration modérée en 2020. Aux Etats-Unis, avec la dissipation des effets des mesures de relance budgétaire, la croissance ralentirait de 2,9% en 2018 à 2,5% en 2019, puis à 1,6% en 2020. Dans la zone euro, impactée notamment par les perturbations du secteur automobile en Allemagne et la menace d'un Brexit sans accord, la progression du PIB se limiterait à 1,4%, après 1,8% en 2018, avant de se redresser à 1,9% en 2020. Sur les marchés du travail, les conditions resteraient néanmoins favorables, avec des taux de chômage faibles aux Etats-Unis et en recul dans la zone euro. Dans les principales économies émergentes, la croissance en Chine devrait poursuivre son ralentissement, quoiqu'à un rythme contenu, tandis qu'en Inde, elle maintiendrait sa vigueur, soutenue par des politiques budgétaire et monétaire expansionnistes.
7. Sur les marchés des matières premières, le cours du Brent s'est inscrit en hausse sur les cinq premiers mois de l'année pour se situer en mai à 70,5 USD/baril en moyenne. Il devrait ressortir sur l'ensemble de l'année 2019 à 67,8 USD/baril, en recul de 4,6% par rapport à 2018. En 2020, le marché connaîtrait un certain équilibre et le cours se situerait à 63,8 USD/baril. En ce qui concerne les phosphates, impactés par le repli de la demande

émanant de la Chine et de l'Inde ainsi que par la diminution des coûts de certains intrants, les prix des dérivés se sont orientés à la baisse et devraient terminer l'année 2019 avec des reculs de 6,0% à 370 USD/t en moyenne pour le DAP et de 1,9% à 340 USD/t pour le TSP. A l'inverse, le prix du brut devrait marquer un accroissement de 19,5% à 105 USD/t. En 2020, les cours évolueraient légèrement au-dessus de ces niveaux.

8. Dans ces conditions, l'inflation continuerait à évoluer dans la zone euro en deçà de l'objectif de la BCE, s'établissant à 1,3% en 2019 et à 1,4% en 2020. Aux Etats-Unis, elle se situerait à 1,8% en 2019 avant de passer à 2,2% en 2020.
9. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu lors de sa réunion du 6 juin ses taux inchangés et a indiqué prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire. Elle a également rappelé qu'elle entend poursuivre le réinvestissement, en totalité, des remboursements du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de son programme d'achats d'actifs pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux et aussi longtemps que nécessaire. Elle a, enfin, précisé les modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement ciblées à plus long terme. De son côté, la FED a maintenu, à l'issue de sa réunion le premier mai dernier, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux inchangée à 2,25%-2,50%, en réitérant qu'elle fera preuve de patience dans les ajustements futurs de ces taux.
10. Au plan national, les données provisoires des comptes nationaux annuels indiquent un ralentissement de la croissance à 3% en 2018 après 4,2% un an auparavant, avec une décélération de 15,2% à 4% pour le secteur agricole et de 2,9% à 2,6% pour les activités non agricoles. En termes de perspectives, ces dernières devraient connaître, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, un accroissement de leur valeur ajoutée de 3,6% en 2019 puis de 3,9% en 2020. Pour sa part, tenant compte d'une production céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 61 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole reculerait de 3,8% en 2019 avant d'augmenter de 6% en 2020, sous l'hypothèse d'une récolte moyenne. Dans ces conditions, la croissance globale ressortirait à 2,8% en 2019 et marquerait une accélération à 4% en 2020.
11. Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé entre le premier trimestre de 2018 et le même trimestre de 2019, 15 mille postes contre 116 mille un an auparavant. L'agriculture a enregistré une perte de 152 mille emplois, alors que les secteurs non agricoles ont créé 167 mille postes, dont près de 40% dans le commerce de détail. Tenant compte d'une baisse de 0,4% de la population active, le taux d'activité a reculé de 0,9 point de pourcentage à 46,2% et le taux de chômage est revenu de 10,5% à 10% au niveau national et de 15,6% à 14,5% en milieu urbain.
12. Au plan des comptes extérieurs, la bonne performance des exportations se poursuit, avec une progression de 4,5% à fin avril, portée notamment par les ventes de phosphates et dérivés. En parallèle, les importations se sont alourdies de 4,7%, tirées en grande partie par les achats de biens d'équipement et des demi-produits. Quant aux recettes de voyage, elles se sont améliorées de 1,5%, alors que les transferts des MRE ont accusé un recul de 2,9%. En termes de perspectives, la dynamique des exportations se maintiendrait à moyen terme, avec en particulier un rebond des ventes de l'automobile en 2020, en lien avec l'entrée en production de l'usine PSA

prévue au cours du second semestre de 2019. En regard, les importations sont projetées en ralentissement, avec les baisses attendues de la facture énergétique et du rythme d'acquisition des biens d'équipement. Les recettes de voyage et les transferts des MRE devraient enregistrer une amélioration de leur rythme au terme de 2019 et se renforcer en 2020. Tenant compte de ces évolutions et sous l'hypothèse d'entrées de dons du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020, le déficit du compte courant s'allègerait de 5,5% du PIB en 2018 à 4,5% en 2019 puis à 3,1% en 2020. Pour ce qui est des opérations financières, les recettes d'IDE devraient osciller autour d'un montant équivalent à 3,4% du PIB et les entrées au titre des prêts connaîtraient des augmentations notables, avec deux sorties attendues du Trésor à l'international, l'une en 2019 et l'autre en 2020. Dans ces conditions, les RIN s'établiraient à 239 milliards de dirhams à fin 2019 et à 234,5 milliards au terme de 2020, continuant ainsi à assurer la couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

13. S'agissant des conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait ressortir en légère appréciation en 2019, l'écart d'inflation devant atténuer l'appréciation nominale prévue du dirham. En 2020, il connaîtrait une légère dépréciation, résultat d'une quasi-stabilité en termes nominaux et d'une atténuation de l'écart d'inflation. Quant aux taux débiteurs, ils ont marqué au cours du premier trimestre 2019 un recul trimestriel de 17 points de base à 4,89% en moyenne, qui a bénéficié essentiellement aux entreprises, notamment les TPME. En dépit de cette détente, le crédit bancaire au secteur non financier a progressé à fin avril à un rythme modéré de 3,3% globalement et de 1,3% pour les entreprises privées. Il devrait terminer l'année en hausse de 3,5% et augmenter de 4,3% au terme de 2020, en ligne avec l'amélioration prévue des activités non agricoles.

14. Concernant les finances publiques, l'exécution budgétaire des cinq premiers mois de l'année s'est soldée par un allègement du déficit à 18,5 milliards de dirhams. Les recettes ordinaires se sont renforcées de 6,2%, reflétant principalement une augmentation notable des produits de l'IR et de la TIC, ainsi que l'encaissement de la contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires. Les rentrées de la TVA ont été en revanche en baisse, impactées par la hausse des remboursements qui ont atteint 5,1 milliards de dirhams contre 2,6 milliards un an auparavant. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 2,6%, tirées par les hausses de celles au titre des « autres biens et services » et de l'investissement. Dans ces conditions, et tenant compte de l'impact de l'accord conclu le 25 avril dans le cadre du dialogue social, le déficit budgétaire hors privatisations connaîtrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, une accentuation de 3,7% du PIB en 2018 à 4,1% en 2019, avant de s'atténuer à 3,8% en 2020.

APERÇU GÉNÉRAL

Les données de la conjoncture internationale relatives au premier trimestre 2019 montrent une évolution favorable de l'activité dans les pays avancés. Ainsi, aux Etats-Unis, le PIB a progressé de 3,2% après 3% un trimestre auparavant, traduisant une contribution positive de la consommation des ménages, des dépenses publiques et des exportations. Malgré l'accroissement des incertitudes entourant le Brexit, la croissance est demeurée stable dans la zone euro à 1,2% et s'est raffermie à 1,8% après 1,4% au Royaume-Uni, bénéficiant d'une bonne tenue de la consommation des ménages et des dépenses publiques.

Dans les principales économies émergentes, le taux de croissance a stagné à 6,4% en Chine, le stimulus budgétaire ayant atténué les retombées du conflit commercial avec les Etats-Unis, et a reculé de 6,3% à 5,7% en Inde, en lien avec l'affaiblissement de la consommation privée et de l'investissement. De même, au Brésil, la décélération de la croissance s'est accentuée au début 2019, avec une nette baisse de 1,1 à 0,5%, attribuable au ralentissement de l'investissement et à la contraction des dépenses publiques. En Russie, les dernières données demeurent celles du quatrième trimestre 2018 et font état d'une accélération de 2,2% à 2,7%.

S'agissant des marchés de travail, la vigueur se poursuit aux Etats-Unis, avec un taux de chômage stable à 3,6% en mai avec toutefois une nette baisse des créations d'emplois à 75.000 postes, contre 224.000 un mois auparavant. Dans la zone euro, les données pour le mois d'avril font ressortir un taux de chômage en léger recul à 7,6% après 7,7% en mars, soit le taux le plus faible enregistré depuis août 2008.

Sur les marchés boursiers, les indices sont ressortis en baisse entre avril et mai et ce, aussi bien dans les principales économies avancées qu'émergentes. En particulier, le Dow Jones a reculé de 1,8%, l'EuroStoxx 50 de 1,5%, le NIKKEI 225 de 2% et le MSCI EM de 4,9%, ce dernier ayant été notamment impacté par une dépréciation importante de l'indice de la Turquie.

Au niveau des marchés obligataires, le taux des bons à 10 ans a stagné en mai à 0% pour l'Allemagne, à 0,3% pour la France et à 2,5% pour l'Italie alors qu'il a diminué à 0,9% pour l'Espagne et à 2,4% pour les Etats-Unis. Pour les économies émergentes, ce taux s'est accru de 17,4% à 19,2% pour la Turquie et de 8,2% à 8,5% pour le Brésil et est resté stable en Chine et en Inde à respectivement 3,3% et 7,4%.

Pour ce qui est des marchés de change, entre mai et avril, l'euro s'est maintenu à 1,12 dollar et s'est apprécié de 0,4% vis-à-vis de la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles se sont dépréciées par rapport au dollar, excepté la roupie indienne qui est restée stable. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression annuelle a stagné à 5,4% en avril aux Etats-Unis tandis qu'il s'est accéléré de 3,2% à 3,4% dans la zone euro.

S'agissant des matières premières, les cours du pétrole ont interrompu en mai leur hausse entamée en début d'année, impactés notamment par la hausse des stocks américains et les inquiétudes persistantes entourant le commerce mondial. En particulier, le Brent a reculé de 0,9% d'un mois à l'autre et de 8% en glissement annuel, s'établissant ainsi à 70,5 dollars le baril. Hors énergie, les prix se sont de nouveau repliés, avec des baisses en

variation annuelle de 10,3% pour les produits agricoles et de 9,4% pour les métaux et minerais. Pour ce qui est du phosphate brut, son cours a augmenté de 10,8% en glissement annuel à 97,5\$/t tandis que ceux de ses dérivés se sont repliés de 18,5% à 313,4\$/t pour le DAP et de 6,4% à 305\$/t pour le TSP.

Dans ces conditions, l'inflation aurait décéléré en mai de 1,7% à 1,2% dans la zone euro, selon une première estimation d'Eurostat, alors qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, elle est ressortie en accélération en avril de 1,9% à 2% et de 1,9% à 2,1% respectivement.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 6 juin de maintenir ses taux inchangés et a indiqué qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Elle a, en parallèle, signalé qu'elle entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres, acquis dans le cadre de son programme d'achats d'actifs, arrivant à échéance pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. De même, à l'issue de sa réunion des 30 avril et 1er mai, la FED a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 2,25%-2,50% et a réaffirmé qu'elle fera preuve de patience dans les ajustements futurs du taux des fonds fédéraux.

Au plan national, les données provisoires des comptes extérieurs à fin avril font état d'un creusement du déficit commercial, par rapport à la même période en 2018, de 3,2 milliards à 67,3 milliards de dirhams. Ainsi, les importations de biens ont augmenté de 4,7%, reflétant essentiellement un alourdissement des acquisitions de biens d'équipement et de demi-produits, alors que la hausse des exportations a été de 4,5%, tirée notamment par une bonne performance des ventes de phosphates et dérivés. En parallèle, les recettes de voyage ont progressé de 1,5% à 22,7 milliards alors que les transferts des MRE ont diminué de 2,9% à 20,5 milliards. Pour ce qui est des dons du CCG, ils ont totalisé 324 millions de dirhams contre 147 millions une année auparavant.

Par ailleurs, le flux net des IDE a diminué de 1,8 milliard de dirhams à 5,8 milliards, tandis que celui des investissements directs des marocains à l'étranger a atteint 3,3 milliards après 2 milliards sur la même période de l'année précédente. Tenant compte de ces évolutions et de celles des autres rubriques de la balance des paiements, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 232,3 milliards de dirhams à fin avril 2019, soit l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 3 jours d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, le besoin de liquidité bancaire a atteint 74,1 milliards de dirhams en moyenne en avril et mai 2019. Bank Al-Maghrib a ainsi porté le volume de ses injections à 74,4 milliards en moyenne, permettant de maintenir le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire proche du taux directeur. Les taux débiteurs assortissant le crédit bancaire ont marqué, de leur côté, une baisse de 17 points de base à 4,89% au cours du premier trimestre. Tenant compte également d'une dépréciation du taux de change effectif réel de 1,1%, les conditions monétaires auraient connu un assouplissement au cours du premier trimestre 2019. Dans ces conditions, la croissance du crédit au secteur non financier a affiché une légère amélioration qui a bénéficié tant aux entreprises qu'aux particuliers avant de décélérer à 3,3% en avril.

Sur le volet des finances publiques, l'exécution du budget au terme des quatre premiers mois de 2019 fait ressortir un déficit en atténuation de 5 milliards à 9,7 milliards. Les recettes ordinaires se sont accrues de 6,3%, résultat en particulier d'une progression de 11,5% des recettes des impôts directs. D'autre part, les dépenses globales se sont alourdies de 3,8%, reflétant essentiellement la hausse des charges au titre des autres biens et services et d'investissements, la masse salariale et les transferts aux collectivités territoriales ayant été, en revanche, en baisse. Compte tenu d'une reconstitution des dépenses en instance de paiement d'un montant de 9,5 milliards, le besoin de financement du Trésor a augmenté de 1,4 milliard par rapport à la même période en 2018 pour se situer à 19,2 milliards. Celui-ci a été financé par des ressources intérieures nettes de 15,1 milliards et par des concours extérieurs nets à hauteur de 4,2 milliards. Par conséquent, la dette publique directe aurait progressé de 1,7% par rapport à son niveau de décembre 2018. Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles étaient favorables au cours des quatre premiers mois de l'année comparées à la même période en 2018, comme l'indique l'orientation baissière des taux appliqués sur le marché primaire.

Les données des comptes nationaux font ressortir une croissance de 3% en 2018 au lieu de 4,2% en 2017, avec des augmentations de 4%, après un rebond de 15,2%, de la valeur ajoutée agricole et de 2,6% contre 2,9% de celle non agricole. Du côté de la demande, cette évolution reflète une contribution négative des exportations nettes à hauteur de 1,3 point de pourcentage, après une légère participation positive en 2017, celle de sa composante intérieure étant ressortie en amélioration à 4,3 points.

Sur le marché du travail, les créations d'emploi ont sensiblement reculé à 15 mille postes au premier trimestre 2019 après 116 mille enregistrées à la même période un an auparavant. Cette évolution reflète une perte importante dans l'agriculture qui fut plus que compensée par des créations dans les activités non agricoles, majoritairement les services. Tenant compte d'une baisse de 0,4% de la population active, le taux de chômage est revenu de 10,5% à 10% au niveau national et bien que demeurant élevé, il a diminué de 43,5% à 40,3% parmi les jeunes citoyens âgés de 15 à 24 ans.

Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont fléchi, en glissement trimestriel, de 0,7% au premier trimestre 2019, une évolution qui couvre des replis de 1,1% pour le résidentiel et de 0,4% pour les terrains ainsi qu'une augmentation de 0,9% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le nombre de transactions s'est contracté de 12,7% après une hausse d'ampleur quasi-équivalente le trimestre précédent. Concernant le marché boursier, le MASI a accusé une baisse de 4% au terme du premier trimestre de 2019, comparativement au quatrième trimestre 2018, et le volume des échanges s'est quasiment stabilisé à 11,8 milliards. Dans ces conditions la capitalisation boursière a reculé de 3,5% d'un trimestre à l'autre, s'établissant désormais à 561,7 milliards de dirhams.

Pour ce qui est de l'inflation, elle s'est située à -0,2% en moyenne au premier trimestre de 2019 et à 0,2% en avril. Cet affaiblissement est imputable au net repli des prix des produits alimentaires à prix volatils, avec des taux de 6,2% au premier trimestre et de 3,4% en avril, contre une hausse de 2,6% en 2018. Il est attribuable également aux reculs de 6,6% puis de 1,2% respectivement des prix des carburants et lubrifiants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est établie à 0,9% au premier trimestre et à 0,8% en avril tandis que les tarifs des produits réglementés ont progressé de 1,4% en moyenne entre janvier et avril.

En termes de perspectives, pâtissant des incertitudes politiques, des tensions géopolitiques et de l'escalade de la guerre commerciale, la croissance mondiale connaîtrait un ralentissement cette année puis une légère reprise en 2020. Dans la zone euro, elle décélérerait de 1,8% à 1,4% en 2019 avant de se redresser à 1,9% en 2020, bénéficiant du maintien de conditions monétaires favorables. Aux Etats-Unis, elle ralentirait de 2,9% à 2,5% en 2019 puis à 1,6% en 2020, en lien en partie avec la dissipation des effets du stimulus budgétaire. Au niveau des marchés du travail, la situation demeurerait favorable, avec un taux de chômage devant rester bas aux Etats-Unis et continuer de baisser dans la zone euro.

Dans les économies émergentes, la croissance poursuivrait sa décélération en Chine, quoiqu'à un rythme atténué grâce aux mesures de soutien budgétaire et monétaire. Elle passerait ainsi de 6,6% en 2018 à 6,5% en 2019 et à 6,2% en 2020. En Inde, profitant de l'orientation expansionniste des politiques économiques, elle se maintiendrait à un niveau soutenu de 6,6% en 2019 pour ensuite se raffermir à 7,5% en 2020.

Sur le marché des matières premières, les cours du Brent devraient reculer à 67,8\$/bl en 2019, soit une baisse de 4,6% par rapport à 2018, et à 63,8\$/bl en 2020, dans un contexte d'incertitudes entourant les perspectives de la demande mondiale et de perturbations de l'offre. Pour leur part, après s'être repliés de 3,5% en 2018, les prix des produits alimentaires s'orienteraient globalement à la hausse à moyen terme. Pour ce qui est des engrais phosphatés, les cours poursuivraient leur tendance baissière entamée vers fin 2018 pour s'établir pour le DAP en particulier à 370\$/t en 2019, avant d'augmenter légèrement à 377\$/t en 2020. Le prix du phosphate brut devrait en revanche s'accroître pour se situer à 105\$/t en 2019, après près de 88\$/t en 2018, et à 107\$/t en 2020.

Dans ces conditions, l'inflation devrait s'établir, sur l'horizon de prévision, à des niveaux inférieurs à ceux de 2018, avec en particulier une décélération en 2019 à 1,3% dans la zone euro et à 1,8% aux Etats-Unis, suivie d'une hausse à 1,4% et 2,2% respectivement.

Au niveau national, la progression des exportations devrait ralentir en 2019 à 6%, en liaison particulièrement avec la décélération des ventes de phosphates et dérivés. En 2020, elle devrait s'accélérer à 7,3%, reflétant essentiellement une hausse des ventes de la construction de voiture, sous l'hypothèse de doublement de la capacité de production de l'usine Peugeot dont l'activité devrait démarrer au cours du deuxième semestre de 2019. En parallèle, le rythme des importations devrait décélérer à 3,3% en 2019 et à 2,8% en 2020, suite principalement à la baisse attendue de la facture énergétique et à la modération de l'accroissement des acquisitions de biens d'équipement. Pour ce qui est des recettes voyages et des transferts des MRE, leur croissance devrait augmenter à 3,3% et à 3,6% respectivement en 2019 puis à 4,1 et à 4,5% en 2020. Compte tenu de ces évolutions, et sous l'hypothèse d'entrées de dons du CCG de 2 milliards en 2019 et de 1,8 milliard en 2020, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 4,5% en 2019 et à 3,1% en 2020. Par ailleurs, après avoir enregistré un niveau élevé en 2018 suite à une cession dans le secteur des assurances, les IDE devraient se stabiliser à l'équivalent de près de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision. Au total, et tenant compte des deux sorties prévues du Trésor à l'international, les RIN devraient se renforcer à 239 milliards à fin 2019 avant de revenir à 234,5 milliards à fin 2020 assurant ainsi la couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Sur la base de l'évolution prévue des réserves internationales nettes et de l'hypothèse d'une hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité se creuserait de 69 milliards de dirhams à fin 2018 à 71 milliards à fin 2019 puis à 86 milliards à fin 2020. En ce qui concerne les conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait légèrement s'apprécier en 2019 avant d'enregistrer une relative dépréciation en 2020. Pour sa part, la progression du crédit au secteur non financier s'établirait à 3,5% en 2019, avant de s'accélérer à 4,3% en 2020.

Au niveau des finances publiques, le processus de consolidation devrait connaître un certain ralentissement. Le déficit budgétaire se creuserait davantage à 4,1% du PIB en 2019 avant de se situer à 3,8% en 2020, prévision ajustée à la hausse par rapport à mars en lien notamment avec l'impact de l'accord conclu dans le cadre du dialogue social, compte non tenu des revalorisations salariales des personnels militaires et des amendements apportés au statut de base des personnels de la Direction Générale de la Sûreté Nationale.

Pour ce qui est des comptes nationaux, la croissance nationale ralentirait de nouveau à 2,8% en 2019, avec une baisse de 3,8% de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 3,6% de celle non agricole. En 2020, la valeur ajoutée agricole augmenterait de 6% sous l'hypothèse d'une production céréalière de 80 millions de quintaux et celle des activités non agricoles se consoliderait de 3,9%, la croissance devant ainsi ressortir à 4%.

Dans ce contexte, l'inflation diminuerait de 1,9% en 2018 à 0,6% en 2019 avant de s'accélérer modérément à 1,2% en 2020. Sa composante sous-jacente devrait ralentir à 0,8% en 2019, avant d'augmenter graduellement sur le reste de l'horizon de prévision, en liaison avec la résorption progressive attendue du cycle négatif de la demande intérieure et la dépréciation prévue du TCER.

Le scénario central des prévisions reste marqué par de nombreuses incertitudes qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale. La balance des risques est orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation. Les risques entourant la croissance nationale ont trait principalement à des facteurs extérieurs, dont notamment des cours plus élevés des produits énergétiques et une dégradation plus prononcée de la demande étrangère. Celle-ci en particulier demeure entourée d'importants risques baissiers, liés en grande partie à l'escalade de la guerre commerciale, aux inquiétudes entourant les modalités du Brexit, ainsi qu'à l'intensification des tensions politiques et géopolitiques. S'agissant des prévisions d'inflation, des cours du pétrole plus élevés que retenu dans le scénario central, suite à un resserrement plus marqué de l'offre mondiale, pourraient induire une hausse de ceux à la consommation, à travers leurs effets directs sur les prix domestiques des carburants et indirects sur les coûts de production. En revanche, un affaiblissement plus important de la demande intérieure et/ou une éventuelle poursuite de l'appréciation du taux de change effectif réel, compte tenu notamment des pressions à la baisse sur les monnaies de certains pays émergents, pourraient entraîner des taux d'inflation inférieurs à ceux retenus dans le scénario central de prévision. Pour ce qui est des projections des autres variables, celles des RIN en particulier restent tributaires notamment de la concrétisation des sorties du Trésor à l'international et, dans une moindre mesure, des entrées de dons du CCG.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

En dépit des incertitudes liées aux tensions commerciales, au Brexit et aux difficultés politiques dans certains pays, les dernières données font globalement ressortir une relative amélioration de l'activité dans les principaux pays avancés. Les chiffres du premier trimestre 2019 confirment ainsi l'expansion de la croissance aux Etats-Unis et indiquent une stabilité dans la zone euro. De même, la croissance s'est redressée au Royaume-Uni et s'est accélérée au Japon. S'agissant des pays émergents, elle a stagné en Chine et a nettement reculé en Inde, alors que les données arrêtées au quatrième trimestre 2018 font ressortir une amélioration en Russie. Par ailleurs, la situation sur le marché du travail reste globalement favorable, avec une poursuite de la baisse des taux de chômage dans une grande partie des pays avancés. Quant aux marchés financiers, ils ont connu une montée de l'aversion au risque suscitée notamment par l'intensification des tensions commerciales. Dans ces conditions, les principaux indices boursiers des économies avancées et émergentes ont été en baisse et les taux obligataires souverains se sont globalement détendus. Sur les marchés internationaux des matières premières, les prix se sont inscrits en repli en mai et ce, aussi bien pour les produits énergétiques qu'hors énergie. Dans ces conditions, l'inflation a décéléré en mai dans la zone euro, selon une première estimation d'Eurostat, et aux Etats-Unis. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats Unis, la croissance s'est accélérée à 3,2% au premier trimestre 2019 après 3%, traduisant une contribution positive de la consommation des ménages, des dépenses publiques et des exportations. Dans la zone euro et en dépit de l'accentuation des incertitudes, notamment celles entourant le Brexit, la croissance est restée stable à 1,2%. Dans les principales économies de la zone, elle est passée de 0,6% à 0,7% en Allemagne, et de 1% à 1,1% en France, soutenue par l'amélioration des dépenses privées suite aux mesures prises en réponse aux tensions sociales. De même, le PIB s'est accru de 0,1% en Italie, après une stagnation au quatrième trimestre 2018. En Espagne, il s'est accru de 2,3% à 2,4%, avec l'amélioration de la consommation des ménages suite à la hausse du SMIC.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité s'est sensiblement raffermi au premier trimestre à 1,8% après 1,4%, reflétant notamment la bonne tenue de la consommation des ménages et des dépenses publiques. Dans le même sens, la croissance japonaise s'est accélérée de 0,2% à 0,8% sur fond d'amélioration

des investissements résidentiels et de la demande extérieure nette. Dans les principaux pays émergents, la Chine a connu une stagnation de sa croissance à 6,4%, les mesures de stimulation budgétaire mises en place ayant compensé les effets des incertitudes suscitées par le conflit commercial avec les Etats-Unis. En Inde, le ralentissement de la croissance s'est poursuivi, la croissance ayant reculé de 6,3% à 5,7%, en lien avec l'affaiblissement de la consommation privée et de l'investissement. De même, au Brésil, la décélération de la croissance s'est accentuée au début 2019, avec une nette baisse de 1,1% à 0,5%, attribuable au ralentissement de l'investissement et à la contraction des dépenses publiques. En Russie, les données relatives au quatrième trimestre 2018 indiquent un raffermissement de la croissance à 2,7%, grâce essentiellement à la bonne tenue des secteurs minier, financier et immobilier.

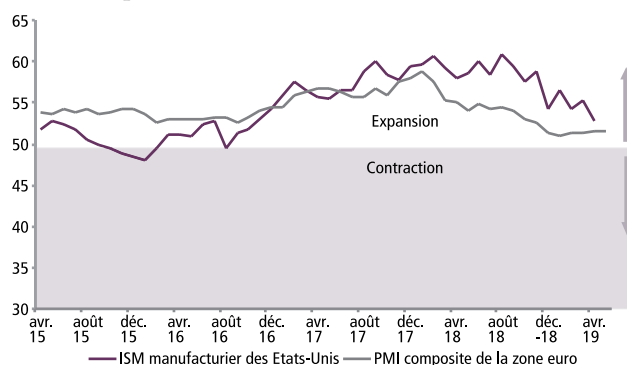
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel

| | 2016 | | 2017 | | | 2018 | | | 2019 | |
|-----------------------|------|-----|------|------|-----|------|-----|-----|------|------|
| | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 |
| Pays avancés | | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 1,9 | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 2,5 | 2,6 | 2,9 | 3,0 | 3,0 | 3,2 |
| Zone euro | 2,1 | 2,1 | 2,5 | 2,8 | 2,7 | 2,4 | 2,2 | 1,6 | 1,2 | 1,2 |
| France | 1,2 | 1,4 | 2,3 | 2,7 | 2,8 | 2,2 | 1,7 | 1,4 | 1,0 | 1,1 |
| Allemagne | 1,9 | 2,1 | 2,2 | 2,7 | 2,8 | 2,1 | 2,0 | 1,2 | 0,6 | 0,7 |
| Italie | 1,3 | 1,6 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,4 | 1,0 | 0,5 | 0,0 | 0,1 |
| Espagne | 2,7 | 2,9 | 3,1 | 2,9 | 3,1 | 2,9 | 2,6 | 2,5 | 2,3 | 2,4 |
| Royaume-Uni | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 2,0 | 1,6 | 1,2 | 1,4 | 1,6 | 1,4 | 1,8 |
| Japon | 1,2 | 1,4 | 1,8 | 2,2 | 2,3 | 1,4 | 1,4 | 0,1 | 0,2 | 0,8 |
| Pays émergents | | | | | | | | | | |
| Chine | 6,8 | 6,9 | 6,9 | 6,8 | 6,8 | 6,8 | 6,7 | 6,5 | 6,4 | 6,4 |
| Inde | 7,4 | 6,7 | 5,9 | 6,6 | 7,3 | 7,9 | 7,8 | 6,8 | 6,3 | 5,7 |
| Brésil | -2,3 | 0,1 | 0,6 | 1,4 | 2,2 | 1,2 | 0,9 | 1,3 | 1,1 | 0,5 |
| Turquie | 4,2 | 5,3 | 5,3 | 11,5 | 7,3 | 7,4 | 5,3 | 1,8 | -3,0 | -2,6 |
| Russie | 1,0 | 1,5 | 2,5 | 2,3 | 0,3 | 1,9 | 2,2 | 2,2 | 2,7 | n.d |

Source : Thomson Reuters.

S'agissant des indicateurs avancés, l'indice PMI composite de la zone euro a marqué une légère amélioration à 51,6 points en mai, contre 51,5 points un mois auparavant. A l'inverse, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis est ressorti en baisse en avril à 52,8 points, après 55,3 en mars.

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



Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage est resté stable à 3,6% en mai 2019, avec toutefois une nette baisse des créations d'emplois à 75.000 postes, contre 224.000 un mois auparavant.

Dans la zone euro, les données pour le mois d'avril font ressortir un taux de chômage en léger recul à 7,6% en avril après 7,7% en mars, soit le taux le plus faible enregistré depuis août 2008. Dans les principaux pays, il est resté stable en France, en Allemagne et en Italie à respectivement 8,7%, 3,2% et 10,2, et a baissé en Espagne de 14% à 13,8%.

Au Royaume-Uni, les données pour le mois de mars indiquent une stagnation du taux à 3,8%.

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

| | 2017 | 2018 | 2019 | | |
|--------------------|------|------|------|-------|-----|
| | | | mars | avril | mai |
| Etats-Unis | 4,4 | 3,9 | 3,8 | 3,6 | 3,6 |
| Zone euro | 9,1 | 8,2 | 7,7 | 7,6 | N.D |
| France | 9,4 | 9,1 | 8,7 | 8,7 | N.D |
| Allemagne | 3,8 | 3,4 | 3,2 | 3,2 | N.D |
| Italie | 11,2 | 10,6 | 10,2 | 10,2 | N.D |
| Espagne | 17,2 | 15,3 | 14,0 | 13,8 | N.D |
| Royaume-Uni | 4,4 | 4,0 | 3,8 | N.D | N.D |

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

Sur les marchés boursiers, les indices des principales économies avancées et émergentes sont ressortis en baisse entre avril et mai. Ainsi, le Dow Jones a diminué de 1,8%, l'EuroStoxx 50 de 1,5%, le NIKKEI 225 de 2% et le FTSE 100 de 1,8%. Ces évolutions ont été accompagnées d'une hausse de la volatilité aussi bien sur les marchés américains qu'européens.

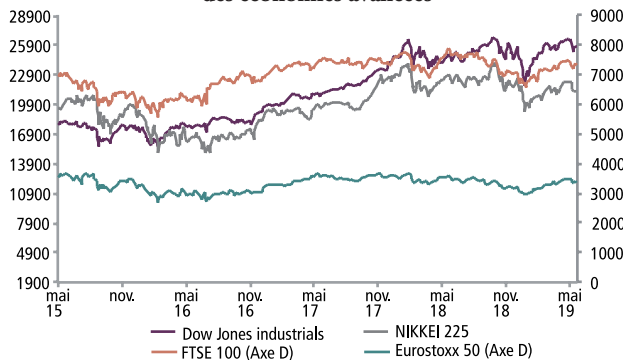
S'agissant des économies émergentes, le MSCI EM a accusé un recul de 4,9%, reflétant notamment des baisses de 6,1% pour la Chine, de 3,2% de celui de l'Inde et de 12,3% pour la Turquie.

Au niveau des marchés obligataires des principaux pays avancés, les rendements souverains sont restés relativement inchangés voire en légère baisse dans certains pays périphériques. Ainsi, le taux des bons à 10 ans est resté stable à 0% pour l'Allemagne, à 0,3% pour

la France et à 2,5% pour l'Italie tandis qu'il a diminué à 0,9% pour l'Espagne, à 1,1% pour le Portugal et à 3,9% pour la Grèce. Ce taux a également baissé pour les bons du Trésor américain, revenant de 2,5% à 2,4% d'un mois à l'autre.

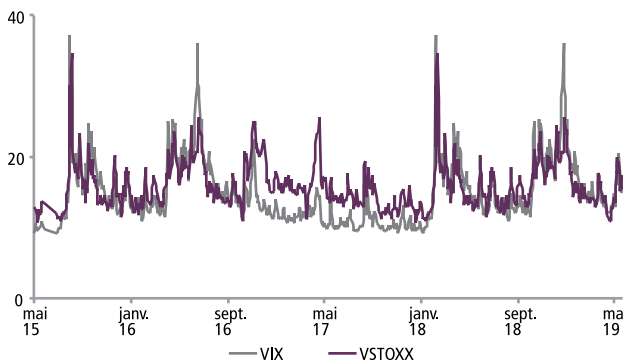
S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement souverain à 10 ans a augmenté de 8,2% à 8,5% pour le Brésil et de 17,4% à 19,2% pour la Turquie, tandis qu'il a stagné à 3,3% pour la Chine et à 7,4% pour l'Inde.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



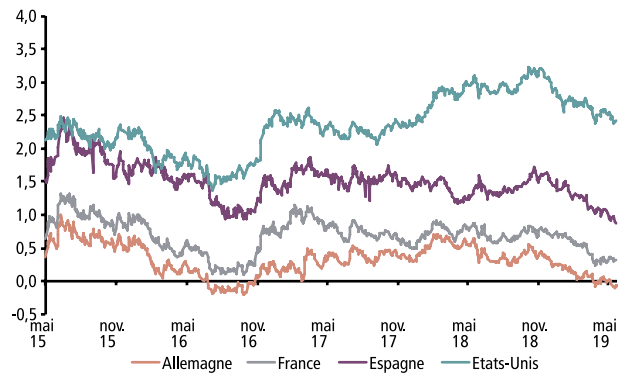
Source : Thomson Reuters.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

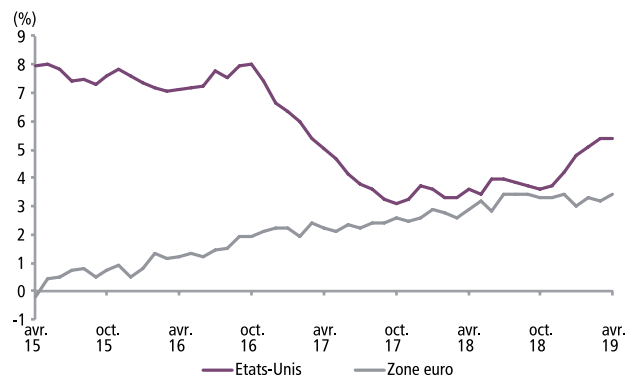
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,3%, alors que le Libor de même maturité a légèrement diminué de 2,6% en avril à 2,5% en mai. Le crédit bancaire a, quant à lui, vu son rythme annuel se stabiliser à 5,4% en avril aux Etats-Unis, tandis qu'il s'est accéléré de 3,2% en mars à 3,4% en avril dans la zone euro.

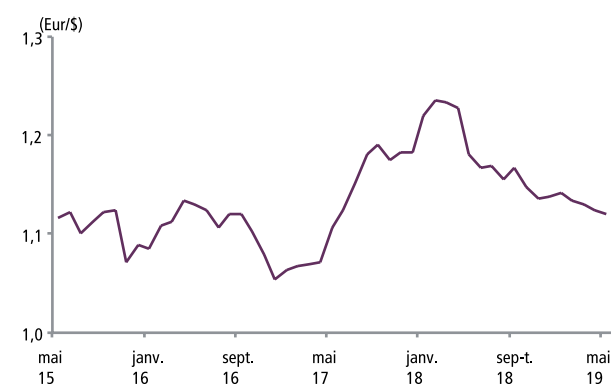
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés des changes, l'euro est resté inchangé entre avril et mai à 1,12 dollar, s'est apprécié de 0,4% vis-à-vis de la livre sterling et s'est déprécié de 1,6% contre le yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, hormis la roupie indienne qui est restée inchangée, elles se sont toutes dépréciées par rapport au dollar, avec des taux de 2,5% pour le real brésilien, de 5,1% pour la lire turque et de 1,7% pour le yuan chinois.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters.

De même, la BCE a décidé le 6 juin de maintenir ses taux inchangés et a indiqué qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2% à moyen terme. Concernant les mesures non conventionnelles, elle a signalé qu'elle entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle elle commencera à relever ses taux et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Pour ce qui est des modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), la BCE a signalé que ces opérations trimestrielles, annoncées pour la première fois en mars 2019, seront au nombre de sept et contribueront à préserver des conditions de crédit favorables et à soutenir sa politique monétaire accommodante. Elles commenceront en septembre 2019 et se termineront en mars 2021, avec à chaque fois une maturité de deux ans. En outre, le taux d'intérêt de chaque opération sera supérieur de 10 points de base au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sur la durée de chaque TLTRO.

La Banque d'Angleterre a également décidé le 2 mai de maintenir son taux directeur à 0,75% et de garder le stock d'achats d'obligations souveraines à 435 milliards de livres sterling et celui des achats d'obligations notées «investment-grade» d'entreprises non financières à 10 milliards de livres sterling

Au niveau des pays émergents, la Banque de Réserve de l'Inde a abaissé le 6 juin son taux directeur de 25 points de base à 5,75% tout en indiquant que cette nouvelle diminution contribuerait aux actions pour dynamiser la demande globale et revigorer l'investissement privé. De même, la Banque centrale de Russie a décidé le 14 juin de réduire son taux directeur de 25 points de base à 7,50%, tout en indiquant que l'inflation a poursuivi son ralentissement et que la croissance économique enregistrée au cours du premier semestre de 2019, est ressortie plus faible que prévu. Pour sa part, la Banque centrale du Brésil a gardé inchangé le 08 mai son taux directeur à 6,5%, tout en indiquant que les données récentes sur l'activité économique suggèrent que le ralentissement observé à la fin de 2018 s'est poursuivi au début de 2019, mais qu'elle continue de prévoir que le processus de reprise économique progressive reprendra au cours de l'année.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Au niveau du marché du pétrole, les prix ont interrompu en mai leur progression entamée en début d'année, impactés notamment par la hausse des stocks américains et les inquiétudes persistantes concernant le commerce mondial. Le Brent en particulier a reculé de 0,9% d'un mois à l'autre, soit de 8% en glissement annuel, s'établissant ainsi à 70,5 dollars le baril.

Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen a continué de se replier, avec des taux de

11,8% en glissement mensuel et de 42% en variation annuelle.

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

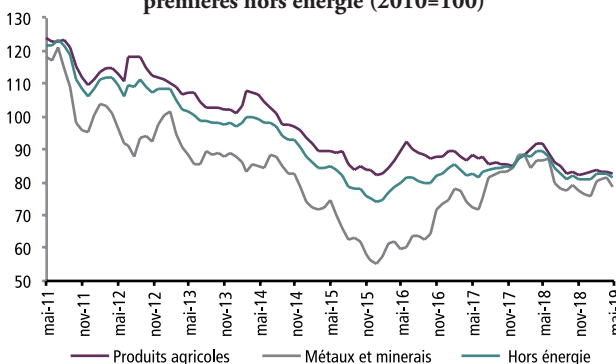


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Quant aux prix des matières premières non-énergétiques, ils ont de nouveau reculé en mai, avec des baisses en glissement annuel de 10,3% pour les produits agricoles et de 9,4% pour les métaux et minerais. Pour ce qui est du blé dur en particulier, son cours a stagné d'un mois à l'autre et ressort en repli de 6,7% en glissement annuel, dans un contexte d'inquiétudes croissantes suite à un climat très humide aux Etats-Unis.

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

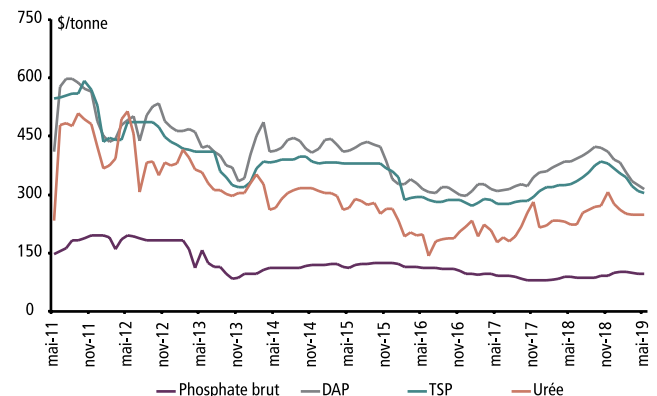


Source : Banque Mondiale.

Sur le marché mondial des phosphates et engrais, les cours ont stagné en mai à 97,5\$/t pour le phosphate

brut, à 247,5\$/t pour l'urée et à 265,5\$/t pour le chlorure de potassium. Ils ont, en revanche, régressé de 3,2% à 313,4\$/t pour le DAP et de 1,6% à 305\$/t pour le TSP. En glissement annuel, les données font ressortir d'une part, des hausses de prix de 10,8% pour le phosphate brut, de 23,2% pour le chlorure de potassium et de 11,5% pour l'urée, et d'autre part, des baisses de 18,5% pour le DAP et de 6,4% pour le TSP.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et engrais



Source : Banque Mondiale.

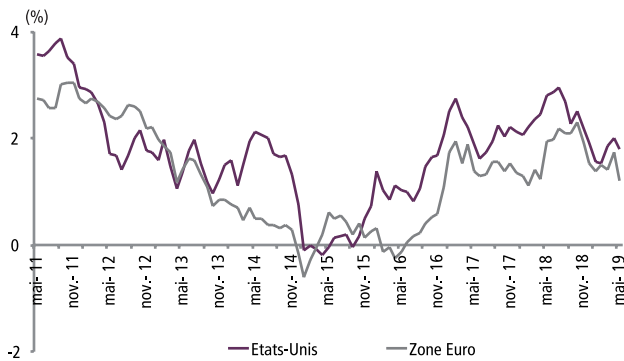
1.3.3 Inflation

Selon une première estimation d'Eurostat, l'inflation aurait décéléré en mai de 1,7% à 1,2% dans la zone euro, traduisant entre autres des replis de 2,1% à 1,3% en Allemagne, de 1,5% à 1,1% en France, de 1,6% à 0,9% en Espagne et de 1,1% à 0,9% en Italie. De même, aux Etats-Unis, elle a reculé en mai, passant de 2% à 1,8%.

Pour ce qui est des autres principales économies avancées, les dernières données demeurent celles d'avril et indiquent des taux d'inflation en accroissement de 1,9% à 2,1% au Royaume-Uni et de 0,5% à 0,9% au Japon.

Au niveau des pays émergents, l'inflation est revenue en mai de 5,2% à 5,1% en Russie et de 4,9% à 4,7% au Brésil et a stagné à 3% en Inde. Elle s'est en revanche accrue de 2,5% à 2,7% en Chine.

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

| | 2017 | 2018 | 2019 | | |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | mars | avril | mai |
| Etats-Unis | 2,1 | 2,4 | 1,9 | 2,0 | 1,8 |
| Zone Euro | 1,5 | 1,8 | 1,4 | 1,7 | 1,2 |
| Allemagne | 1,7 | 1,9 | 1,4 | 2,1 | 1,3 |
| France | 1,2 | 2,1 | 1,3 | 1,5 | 1,1 |
| Espagne | 2,0 | 1,7 | 1,3 | 1,6 | 0,9 |
| Italie | 1,3 | 1,2 | 1,1 | 1,1 | 0,9 |
| Royaume-Uni | 2,7 | 2,5 | 1,9 | 2,1 | N.D |
| Japon | 0,5 | 1,0 | 0,5 | 0,9 | N.D |

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données provisoires des échanges extérieurs à fin avril 2019 indiquent un creusement du déficit commercial de 3,2 milliards, par rapport à la même période de l'année précédente, pour se situer à 67,3 milliards de dirhams. Cette évolution résulte d'un accroissement de 7,5 milliards ou 4,7% des importations, plus important que celui de 4,3 milliards ou 4,5% des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 59,9% après 60%.

En parallèle, les recettes de voyage ont affiché une hausse de 1,5%, tandis que les transferts des MRE ont baissé de 2,9%. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a enregistré un recul de 1,8 milliard contrairement à celui des investissements des marocains à l'étranger qui s'est accru de 1,4 milliard.

Dans ces conditions et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes de Bank Al-Maghrib se sont établies à 232,3 milliards de dirhams à fin avril 2019, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 3 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

La hausse des exportations traduit essentiellement celle de 16,1% des ventes des phosphates et dérivés à 15,8 milliards et, dans une moindre mesure, celle de 4,3% des produits agricoles et agroalimentaires à 25,3 milliards. Cette dernière reflète des progressions de 6,9% pour l'industrie alimentaire et de 1,9% pour les produits agricoles. Les ventes du secteur automobile ont, quant à eux, affiché une quasi-stagnation à 27,2 milliards, recouvrant essentiellement d'un recul de 6,8% pour le segment construction et un accroissement de 5,9% pour celui du câblage. En parallèle, les exportations de l'aéronautique ont augmenté de 9,8% à 5,3 milliards et celles de l'électronique se sont accrues de 4% à 3 milliards.

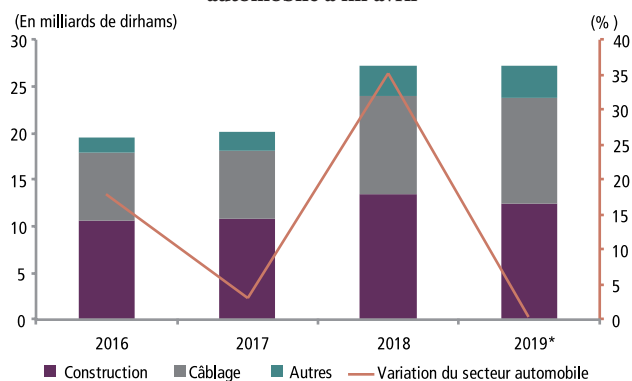
Tableau 2.1 : Evolution des exportations*
(en millions de dirhams)

| Secteurs/Segments | janv-avr | janv-avr | Variations | |
|--|----------------|---------------|--------------|-------------|
| | 2019* | 2018 | En valeur | En % |
| Exportations | 100 372 | 96 084 | 4 288 | 4,5 |
| Phosphates et dérivés | 15 839 | 13 637 | 2 202 | 16,1 |
| Automobile | 27 245 | 27 169 | 76 | 0,3 |
| Construction | 12 447 | 13 352 | -905 | -6,8 |
| Câblage | 11 338 | 10 708 | 630 | 5,9 |
| Agriculture et Agro-alimentaire | 25 334 | 24 285 | 1 049 | 4,3 |
| Agriculture, sylviculture, chasse | 12 816 | 12 575 | 241 | 1,9 |
| Industrie alimentaire | 11 941 | 11 175 | 766 | 6,9 |
| Textile et Cuir | 13 042 | 13 018 | 24 | 0,2 |
| Vêtements confectionnés | 8 384 | 8 288 | 96 | 1,2 |
| Articles de bonneterie | 2 600 | 2 580 | 20 | 0,8 |
| Chaussures | 954 | 1 045 | -91 | -8,7 |
| Aéronautique | 5 277 | 4 808 | 469 | 9,8 |
| Electronique | 3 017 | 2 902 | 115 | 4,0 |
| Composants électroniques | 1 594 | 1 444 | 150 | 10,4 |
| Industrie pharmaceutique | 430 | 413 | 17 | 4,1 |
| Autres extractions minières | 1 405 | 1 419 | -14 | -1,0 |
| Autres | 8 783 | 8 433 | 350 | 4,2 |

*Données provisoires

Source : Office des Changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin avril



*Données provisoires

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'augmentation des importations résulte principalement des hausses de 7,2% à 43,2 milliards de dirhams des acquisitions des biens d'équipement et de 7,1% à 36 milliards des demi-produits. De même, la facture énergétique s'est alourdie de 5,5% à 26,1 milliards, avec des accroissements de 25,6% pour les « houilles ; cokes et combustibles solides similaires » et de 12,7% pour le « gaz de pétrole et autres hydrocarbures ». Quant aux autres groupements de produits, les achats de produits alimentaires ont enregistré une augmentation de 2,1 %, reflétant essentiellement celle de 5,8% pour le blé. Les importations des produits finis de consommation et des produits bruts ont progressé de 0,8% à 36,2 milliards et de 2% à 8,2 milliards respectivement.

Au total, le déficit commercial s'est creusé de 3,2 milliards à 67,3 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est situé à 59,9% après 60% en moyenne entre janvier et avril 2018.

Tableau 2.2 : Evolution des importations (en millions de dirhams)

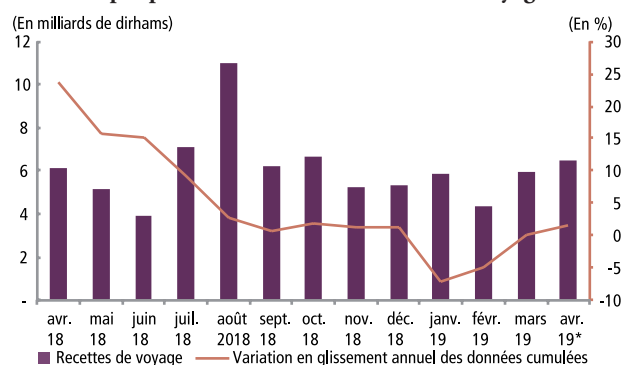
| Groupements d'utilisation | janv-avr 2019* | janv-avr 2018 | Variations | |
|---|----------------|----------------|--------------|------------|
| | | | En valeur | En % |
| Importations CAF | 167 636 | 160 118 | 7 518 | 4,7 |
| Produits énergétiques | 26 053 | 24 687 | 1 366 | 5,5 |
| Houilles; cokes et combustibles solides similaires | 3 560 | 2 835 | 725 | 25,6 |
| Gaz de pétrole et autres hydrocarbures | 5 134 | 4 556 | 578 | 12,7 |
| Biens d'équipement | 43 210 | 40 296 | 2 914 | 7,2 |
| Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux | 4 206 | 313 | 3 893 | - |
| Machines et appareils divers | 4 386 | 3 729 | 657 | 17,6 |
| Appareils électriques | 1 922 | 1 567 | 355 | 22,7 |
| Produits finis de consommation | 36 218 | 35 942 | 276 | 0,8 |
| Tissus et fils de fibres synthétiques | 2 955 | 2 723 | 232 | 8,5 |
| Etoffes de bonneterie | 1 756 | 1 532 | 224 | 14,6 |
| Demi produits | 35 973 | 33 582 | 2 391 | 7,1 |
| Demi-produits en fer ou en acier | 1 550 | 835 | 715 | 85,6 |
| Matières plastiques et ouvrages divers en plastique | 4 811 | 4 356 | 455 | 10,4 |
| Produits bruts | 8 232 | 8 072 | 160 | 2,0 |
| Soufres bruts et non raffinés | 2 952 | 2 321 | 631 | 27,2 |
| Produits alimentaires | 17 858 | 17 495 | 363 | 2,1 |
| Blé | 5 328 | 5 037 | 291 | 5,8 |

*Données provisoires

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

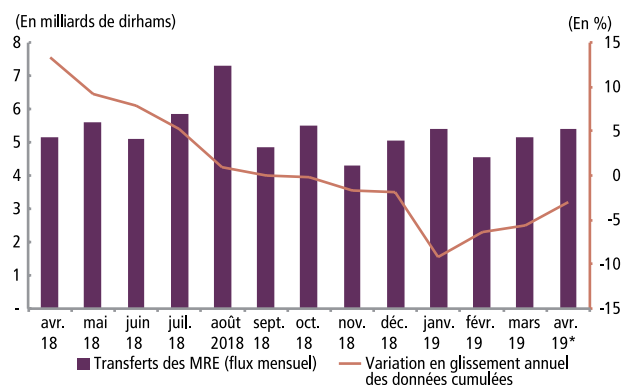
S'agissant des services, les importations ont diminué de 8,7% à 29,2 milliards et les exportations sont revenues à 56,4 milliards, en baisse de 0,4%. Le solde excédentaire de la balance des services est ressorti ainsi à 27,2, en hausse de 10,5% par rapport à la même période de l'année précédente. En particulier, les recettes de voyage ont affiché une progression de 1,5% à 22,7 milliards et les dépenses ont augmenté de 13,1% à 5,9 milliards.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage*

*Données provisoires

Source : Office des Changes.

Pour ce qui est des transferts des MRE, ils ont baissé de 2,9% à 20,5 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE*

*Données provisoires

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

S'agissant des principales opérations financières, le flux net des IDE a diminué de 1,8 milliard de dirhams à 5,8 milliards, résultat d'un recul de 1,1 milliard des recettes et d'une hausse de 652 millions des cessions. Quant aux flux des investissements directs des marocains à l'étranger, il a atteint 3,3 milliards après 2 milliards sur la même période de l'année précédente. Cette évolution fait suite à une augmentation de 1,5 milliard de ces investissements, plus importante que celle de 73 millions de dirhams des cessions.

Dans ces conditions, et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, l'encours des

réserves internationales nettes s'est établi à 232,3 milliards à fin avril 2019, soit l'équivalent de 5 mois et 3 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.3 : Evolution des investissements directs (en millions de dirhams)

| | janv-avr 2019* | janv-avr 2018 | Variations | |
|--|----------------|---------------|---------------|--------------|
| Investissements directs étrangers | 5 829 | 7 600 | -1 771 | -23,3 |
| Recettes | 10 666 | 11 785 | -1 119 | -9,5 |
| Dépenses | 4 837 | 4 185 | 652 | 15,6 |
| Investissement des marocains à l'étranger | 3 332 | 1 953 | 1 379 | 70,6 |
| Recettes | 4 039 | 2 587 | 1 452 | 56,1 |
| Dépenses | 707 | 634 | 73 | 11,5 |

*Données provisoires.

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre 2019, les conditions monétaires ont connu un assouplissement avec une dépréciation du taux de change effectif et un repli des taux débiteurs. En ce qui concerne le crédit au secteur non financier, son rythme a marqué une légère amélioration, qui a concerné les prêts accordés aussi bien aux entreprises qu'aux particuliers. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont ralenti de 23,2% à 14,7% et les réserves internationales nettes ont accusé une baisse de 3,1% moins accentuée que celle de 4,1% observée un trimestre auparavant. Au total, le rythme de progression de la masse monétaire est demeuré quasi-inchangé à 4,2% au premier trimestre 2019.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ont diminué, en glissement trimestriel, de 0,7% au premier trimestre 2019, évolution recouvrant des reculs des prix de 1,1% pour le résidentiel et de 0,4% pour les terrains ainsi qu'une hausse de 0,9% pour les biens à usage professionnel. Concernant les transactions, leur nombre s'est contracté de 12,7% après une augmentation de même ampleur le trimestre précédent. A la bourse de Casablanca, le MASI a enregistré un repli de 4% au premier trimestre 2019, tandis que le volume des échanges est resté quasi stable à 11,8 milliards comparativement au premier trimestre 2018.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du premier trimestre 2019, le besoin en liquidité des banques s'est accru à 72,9 milliards de dirhams en moyenne, sous l'effet de la hausse de la monnaie fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a augmenté le montant de ses injections à 73,8 milliards, dont notamment 70,7 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 2,5 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles indiquent que le déficit de liquidité s'est creusé à 75,2 milliards en avril avant de revenir à 73,1 milliards en mai.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté proche du taux directeur, se situant en moyenne à 2,27% au premier trimestre et à 2,26 % au cours de la période entre avril et mai. Sur le marché des bons du Trésor, les taux sur le compartiment primaire ont poursuivi leur baisse en avril, avec en particulier un repli de 10 points de base pour la maturité de 2 ans et de 15 points de base pour celle de 15 ans. Le même profil d'évolution a été observé sur le marché secondaire.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

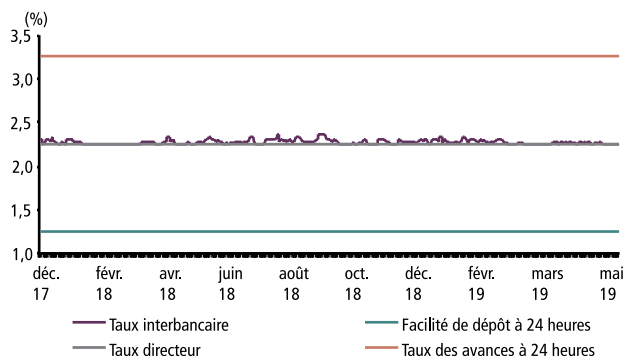
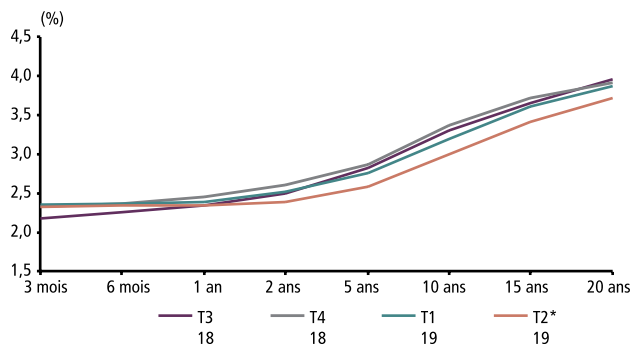


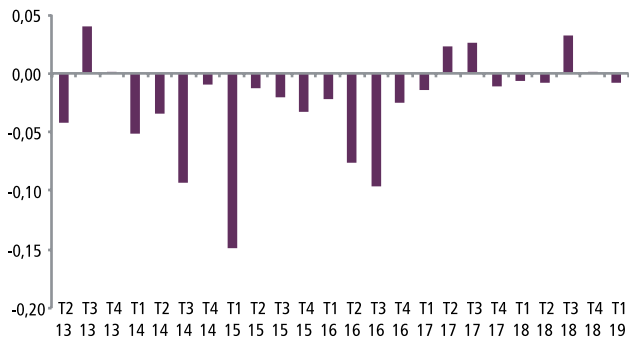
Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

| | 2017 | | | | 2018 | | | | 2019 | |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | avr. |
| 52 semaines | 2,32 | 2,26 | 2,36 | 2,29 | 2,35 | 2,31 | 2,42 | 2,45 | 2,37 | 2,33 |
| 2 ans | 2,52 | 2,41 | 2,49 | 2,44 | 2,53 | 2,50 | 2,58 | 2,60 | 2,51 | 2,41 |
| 5 ans | 2,83 | 2,78 | 2,83 | 2,77 | 2,81 | 2,76 | 2,82 | 2,86 | 2,77 | 2,65 |
| 10 ans | 3,27 | 3,27 | 3,32 | 3,28 | 3,28 | 3,24 | 3,28 | 3,34 | 3,19 | 3,06 |
| 15 ans | 3,87 | 3,87 | 3,87 | 3,71 | 3,68 | 3,68 | 3,70 | - | 3,64 | 3,49 |

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

* Moyenne observée en avril et mai

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont diminué au cours du premier trimestre 2019. A l'inverse, les taux créditeurs ont légèrement augmenté de 7 points de base à 2,78% pour les dépôts à 6 mois et de 3 points à 3,06% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques est demeuré quasi-stable au premier trimestre 2019.

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

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au premier trimestre 2019 indiquent une baisse de 17 points de base du taux moyen global à 4,89%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont connu une diminution de 22 points suite au repli de ceux de l'ensemble des catégories du

crédit. Par taille d'entreprises, les taux ont reculé de 15 points pour les grandes entreprises et de 32 points pour les TPME. Concernant les taux appliqués sur les crédits aux particuliers, ils ont marqué un recul de 8 points, traduisant le repli de 20 points des taux des prêts à l'habitat et de 4 points de ceux à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

| | 2018 | | | | 2019 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 |
| Taux global | 5,43 | 5,36 | 5,35 | 5,06 | 4,89 |
| Particuliers | 5,78 | 6,09 | 5,79 | 5,68 | 5,60 |
| Crédits immobiliers | 4,94 | 5,00 | 4,85 | 4,90 | 4,70 |
| Crédits à la consommation | 6,4 | 6,57 | 6,32 | 6,45 | 6,41 |
| Entreprises | 5,28 | 5,12 | 5,18 | 4,9 | 4,68 |
| Crédits de trésorerie | 5,23 | 5,02 | 5,15 | 4,82 | 4,54 |
| Crédits à l'équipement | 5,51 | 5,2 | 4,9 | 4,82 | 4,67 |
| Crédits immobiliers | 5,41 | 5,98 | 5,85 | 6,14 | 5,61 |
| Entrepreneurs individuels | 6,23 | 7,08 | 6,8 | 6,41 | 6,39 |

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

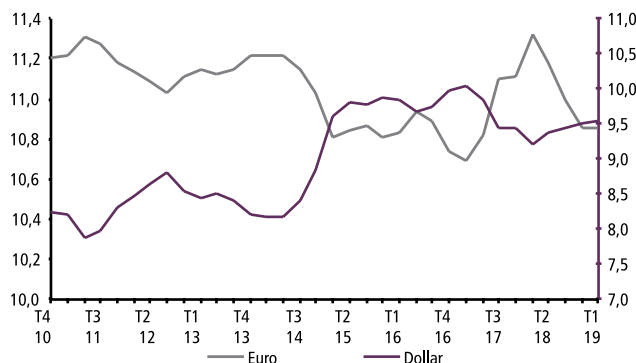
| | 2017 | | | | 2018 | | | | 2019 |
|---------|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 |
| 6 mois | 2,86 | 2,8 | 2,81 | 2,80 | 2,79 | 2,78 | 2,80 | 2,71 | 2,78 |
| 12 mois | 3,2 | 3,1 | 3,09 | 3,10 | 3,15 | 3,10 | 3,07 | 3,04 | 3,06 |

3.1.2 Taux de change

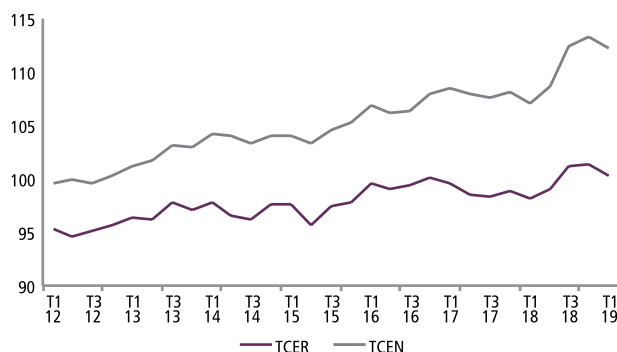
Au cours du premier trimestre 2019, l'euro s'est déprécié de 0,5% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale est restée quasi-stable vis-à-vis de l'euro et s'est légèrement dépréciée de 0,5% contre le dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents,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

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

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

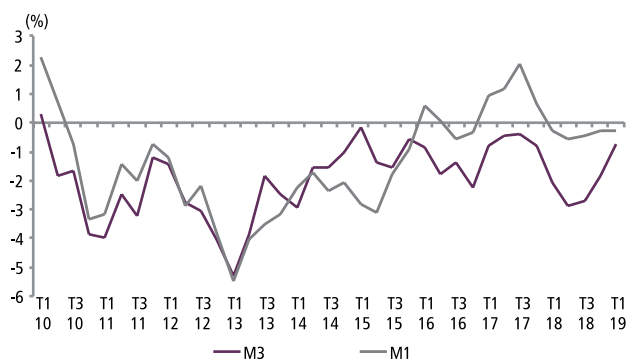
Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au premier trimestre 2019 des baisses de 1,3% pour les ventes à 22,5 milliards de dirhams et de 8,6% à 21,4 milliards pour les achats. Dans le même sens, les ventes à terme ont diminué de 29,7% à 2,4 milliards et les achats à terme ont légèrement reculé de 0,8% à 10,5 milliards. Au cours de cette période, Bank Al-Maghrib n'a réalisé aucune opération d'achats ou de ventes de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie à 4,6 milliards de dirhams à fin mars 2019, contre 3,8 milliards à fin décembre 2018.

3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de l'agrégat M3 est demeuré quasi-inchangé à 4,2% au premier trimestre 2019. L'analyse de l'évolution de ses composantes fait ressortir une décélération de 4,9% à 3,4% de la croissance des dépôts à vue suite aux ralentissements de la progression de 5% à 3,5% pour les ménages et de 6,5% à 2,4% pour les entreprises privées. Dans le même sens, les dépôts à terme se sont accrus de 4,6% après 5,8%, traduisant essentiellement la décélération de ceux des entreprises financières. Pour ce qui est des autres composantes, la monnaie fiduciaire a vu son rythme d'évolution passer de 6,6% à 7,7% et les dépôts en devises ont connu une augmentation de 1,5%, après une diminution de 3,2% un trimestre auparavant.

Par principale contrepartie, l'évolution de M3 recouvre une atténuation de la baisse de 4,1% à 3,1% des réserves internationales nettes, une accélération de 2,2% à 4,2% du crédit bancaire, ainsi qu'un ralentissement de 23,2% à 14,7% des créances nettes sur l'administration centrale.

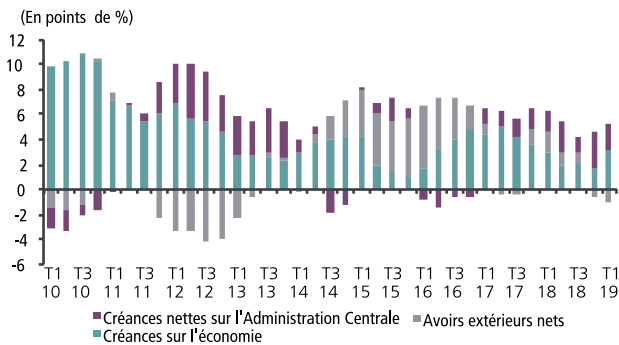
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



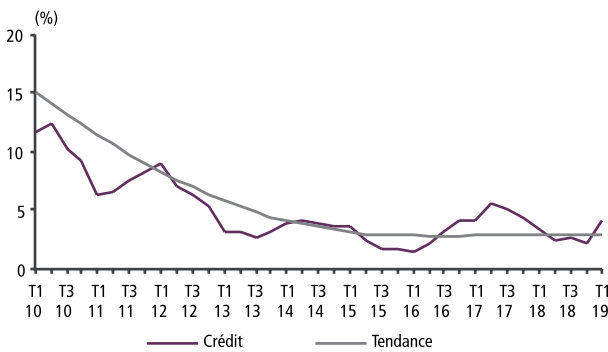
1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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



Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Concernant le crédit au secteur non financier, son taux d'accroissement est passé de 2,6% au quatrième trimestre 2018 à 3,7% au cours des trois premiers mois de l'année 2019. Cette évolution traduit l'accélération du rythme de progression des prêts accordés aux entreprises privées et, dans une moindre mesure, celle des concours aux particuliers.

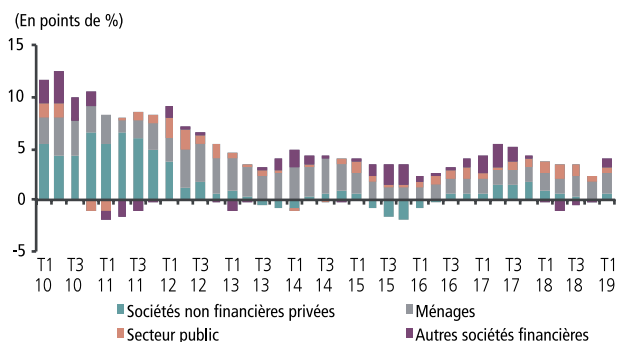
Les crédits aux entreprises privées se sont accrus de 1,4% après un repli de 0,1% un trimestre auparavant, en liaison avec l'augmentation des facilités de trésorerie de 5,6%, contre un recul de 0,2%, et l'atténuation de la baisse des prêts destinés à la promotion immobilière de 5,3% à 4,5%. En revanche, les crédits à l'équipement ont marqué une diminution de 1,3% après une hausse de 0,1% au trimestre précédent. Pour leur part, les concours accordés aux entreprises publiques ont vu leur croissance passer de 4,1% à 4,8%, résultat d'un renforcement de 17,4% des facilités de trésoreries au lieu de 0,2% un trimestre auparavant.

S'agissant des crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont affiché une progression de 3,6% après 3,8%. Cette évolution reflète des ralentissements de 21,6% à 17,7% pour les facilités de trésorerie et de 10,3% à 0,1% pour les crédits à la promotion immobilière. A l'inverse, les prêts à l'équipement ont augmenté de 6,3% après une stabilité observée au quatrième trimestre 2018.

Par secteur d'activité, les données trimestrielles à fin mars 2019 font ressortir des accroissements respectifs de 4,3% et de 4,1% des prêts destinés aux branches de « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et de « Transports et communications », contre des reculs de 1,4% et de 4,6% un trimestre auparavant. A l'inverse, les crédits aux « industries alimentaires et tabac » ont ralenti de 14,3% à 7% et ceux adressés à la branche « électricité, gaz et eau » ont accusé une baisse de 14,7% plus accentuée que celle de 6% observée le trimestre précédent. Dans le même sens, les concours accordés aux entreprises « bâtiment et travaux publics » ont enregistré un repli de 1% après une augmentation de 1,2%.

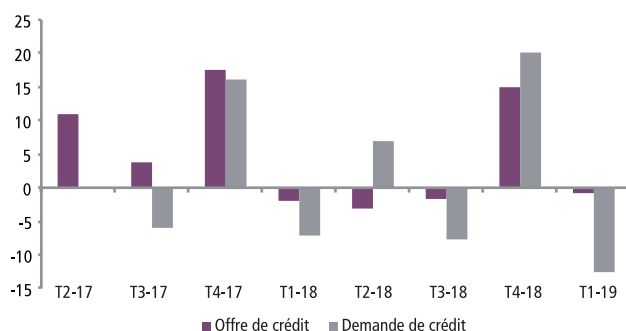
En ce qui concerne les prêts aux particuliers, ils se sont accrus de 6,1% après 5,8%, avec notamment une décélération du rythme de 6,3% à 6% pour les crédits à la consommation et une stabilité à 6,3% de celui des crédits à l'habitat.

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 augmenté de 3,4% au premier trimestre 2019 et leur ratio au crédit bancaire est resté inchangé à 7,7%. Cette évolution recouvre une hausse de 9,1% de celles des ménages et une stabilité de celles des entreprises non financières privées.

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

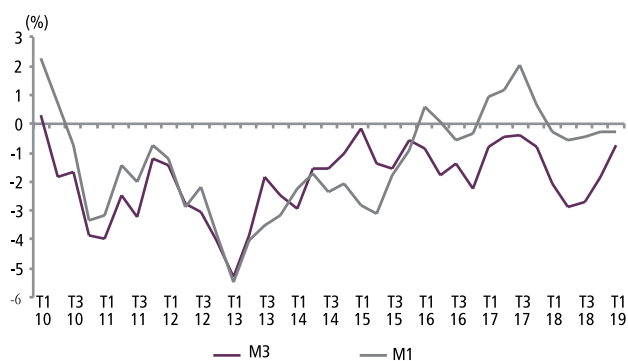


Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, leur taux de croissance est revenu de 6,6% à fin décembre 2018 à 5,2% à fin mars 2019. Cette évolution recouvre une baisse des prêts distribués par les banques offshores de 11,5% après une hausse de 3,2% ainsi qu'une accélération des crédits accordés par les sociétés de financement de 6% à 6,2%.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril 2019 font ressortir une légère décélération du crédit bancaire à 4%. En particulier, les prêts destinés au secteur non financier ont vu leur progression revenir à 3,3%, reflétant essentiellement un recul des concours aux entreprises publiques ainsi qu'un ralentissement des crédits aux entrepreneurs individuels.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, ils se sont accrus de 8% après 9,2%. Cette évolution recouvre une accélération du rythme progression des bons du Trésor de 5,6% à 6,7%, une décélération de celui des titres des OPCVM obligataires de 18,3% à 14,2%, ainsi qu'une accentuation de la baisse des titres des OPCVM actions et diversifiés de 5,6% à 11,1%.

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



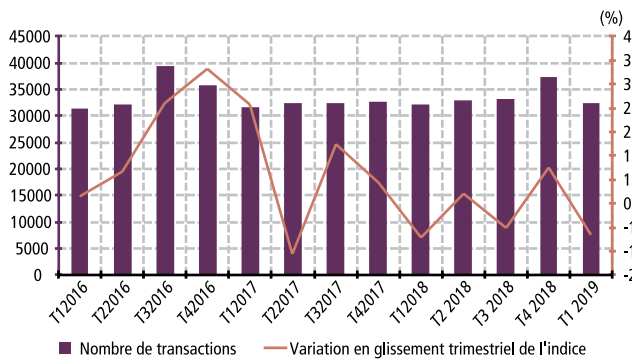
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre de 2019, l'indice des prix des actifs immobiliers est ressorti en baisse de 0,7% en glissement trimestriel. Cette évolution reflète les diminutions des prix de 1,1% pour le résidentiel et de 0,4% pour les terrains, les prix des biens à usage professionnel ayant en revanche progressé de 0,9%. En parallèle, le nombre de transactions s'est contracté de 12,7% après la hausse de 12,6% le trimestre précédent. Le repli des ventes a concerné l'ensemble des catégories, avec des taux de 13,4% pour le résidentiel, de 12,2% pour les terrains et de 8,5% pour les biens à usage professionnel.

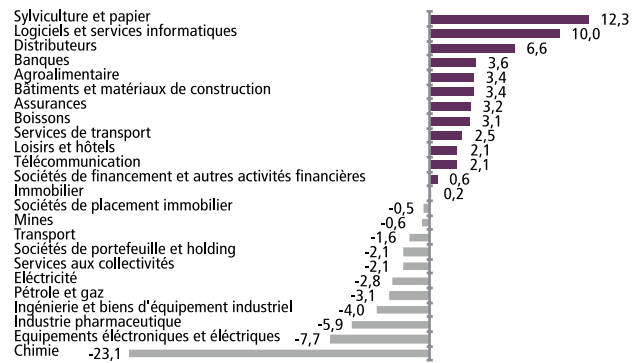
Au niveau des principales villes, les prix ont enregistré des augmentations trimestrielles de 1% à Marrakech et de 1,3% à Kenitra, alors que les autres villes ont connu des baisses variant de 1% à Oujda à 3,3% à Rabat. Concernant les transactions, la diminution, généralisée à l'ensemble des principales villes, a été la plus accentuée à Marrakech avec 34,9%, à El Jadida avec 23,4% et à Tanger avec 21,9%.

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



Source : BAM et ANCFCC.

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



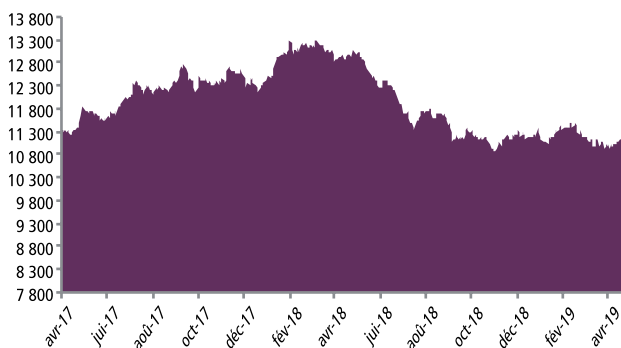
Source : Bourse de Casablanca

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au terme du premier trimestre de 2019, le MASI a accusé une baisse de 4% comparativement au dernier trimestre de l'année précédente. Cette évolution traduit essentiellement les replis des indices sectoriels de la « participation et promotion immobilière » de 23%, des « assurances » de 18,4%, des « bâtiments et matériaux de construction » de 15,3% et des « banques » de 5,1%.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Concernant le volume des transactions, il s'est établi à 11,8 milliards de dirhams au premier trimestre, après 11,9 milliards au même trimestre de l'année précédente. Sur le marché central, le montant global des échanges est revenu de 9,1 milliards à 5,1 milliards et celui relatif aux transactions de blocs est passé de 2,1 milliards à 3,5 milliards. Pour ce qui est des augmentations de capital, elles ont atteint 715,7 millions de dirhams.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière est revenue à 561,7 milliards de dirhams, en baisse de 3,5% d'un trimestre à l'autre.

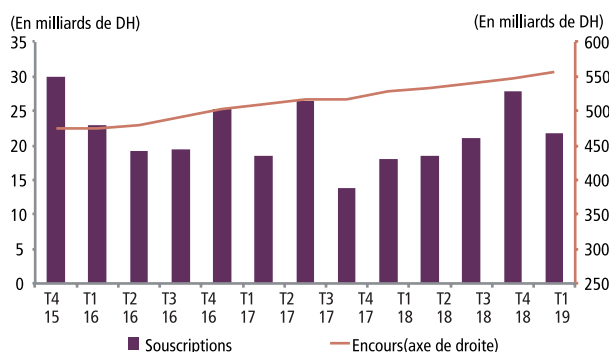
Les dernières données disponibles indiquent une hausse de l'indice de référence de 2,6% en avril puis une baisse de 1,7% en mai, soit une contreperformance de 3,2% depuis le début de l'année. Pour ce qui est du volume des échanges, il a totalisé 1,8 milliard en avril et 2,1 milliards en mai et la capitalisation boursière s'est établie à 559,6 milliards en recul de 3,9% par rapport à fin décembre 2018.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont établies à 31 milliards de dirhams au premier trimestre en baisse de 3,9 milliards d'un trimestre à l'autre et en augmentation de 1,1 milliard en glissement annuel. Elles ont porté à hauteur de 55% sur des maturités longues et de 38% sur celles moyennes.

Les données à fin avril indiquent que les émissions du Trésor ont atteint 19,5 milliards de dirhams et ont concerné pour 56% des maturités longues et pour 41% des maturités moyennes. Tenant compte d'un total des remboursements de 20,6 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 554,3 milliards à fin avril, en progression de 1,5% par rapport au début de l'année.

Graphique 3.15 : Evolution des bons du Trésor



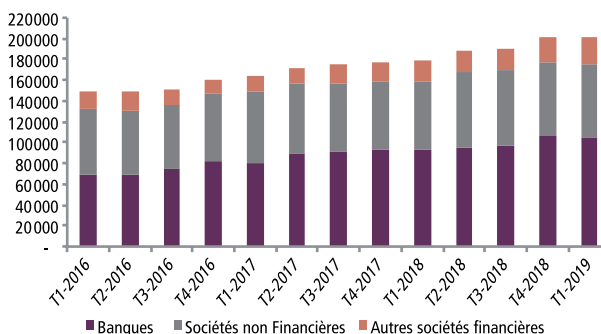
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont atteint 14 milliards de dirhams au premier trimestre 2019 après 21 milliards au dernier trimestre 2018. Les levées des banques se sont chiffrées à 10,1 milliards sous forme de certificats de dépôt et celles des entreprises non financières ont baissé de 1,8 milliard, s'établissant à 1,7 milliard, réalisés sous forme de billets de trésorerie.

En avril, les émissions ont atteint 8,2 milliards contre 4,7 milliards en moyenne depuis le début de l'année. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée s'est accru de 3,4% depuis le début de l'année pour atteindre 204,6 milliards de dirhams.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du premier trimestre de l'année, les souscriptions aux titres d'OPCVM ont affiché des hausses de 34,5% à 250,4 milliards et les rachats ont progressé de 35,4% à 238,5 milliards. Il en ressort une collecte nette de 11,9 milliards, qui a concerné en particulier les fonds « obligataires à court terme » et ceux « obligataires à moyen et long termes », avec 5,4 milliards et 8,7 milliards respectivement. S'agissant des performances, elles se sont établies pour les OPCVM « obligataires à moyen et long termes » à 1,4%, à 0,6% pour ceux à court terme, à 1,1% pour les fonds « diversifiés » et à 0,5% pour ceux « actions » et « monétaires ».

Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM a marqué une progression de 3,8% d'un trimestre à l'autre à 451,2 milliards, reflétant essentiellement celle de 5,8% pour les fonds obligataires, les actifs nets des OPCVM « monétaires » et « actions » se sont en revanche repliés de 3,2% et de 2% respectivement.

Les données arrêtées au 24 mai 2019, indiquent une hausse de l'actif net des OPCVM de 5,5% depuis le début de l'année à 458,7 milliards de dirhams. A l'exception des fonds « diversifiés » et « monétaires »,

l'appréciation a concerné toutes les catégories, avec en particulier des taux de 17,6% pour ceux « obligataires à court terme » à 79,4 milliards et de 5,9% pour ceux « obligataires à moyen et long termes » à 258,4 milliards.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2019 fait ressortir un déficit en atténuation de 5 milliards à 9,7 milliards, reflétant en partie l'amélioration de 3,8 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 11,1 milliards. Les ressources ordinaires ont progressé de 6,3%, consécutivement à l'amélioration des rentrées fiscales et non fiscales. En effet, les recettes des impôts directs ont augmenté de 11,5%, tirées par le produit de l'IR et de la contribution de solidarité sur les bénéficiaires. De même, les recettes des impôts indirects ont progressé de 3,1%, avec une augmentation des rentrées de la TIC et un repli de celles de la TVA. En regard, les dépenses globales se sont alourdies de 3,8%, traduisant essentiellement l'accroissement de celles au titre des autres biens et services et des investissements, la masse salariale et les transferts aux collectivités territoriales ayant connu des baisses.

Tenant compte de la réduction du stock des dépenses en instance de paiement de 9,5 milliards, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 19,2 milliards, en creusement de 1,4 milliard par rapport à la même période en 2018. Ce besoin a été financé par des ressources intérieures nettes de 15,1 milliards, en diminution de 6,1 milliards, et des concours extérieurs d'un montant net de 4,2 milliards. Dans ces conditions, la dette publique directe aurait augmenté de 1,7% en comparaison avec son niveau de décembre 2018. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les taux appliqués sur le marché primaire se sont orientés globalement à la baisse au cours des quatre premiers mois de l'année 2019 comparativement à la même période en 2018.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des quatre premiers mois de 2019, les recettes ordinaires ont connu une amélioration de 6,3% comparativement à la même période en 2018. Cette évolution reflète un accroissement de 5,1% des recettes fiscales à 83,3 milliards, soit un taux de réalisation de 33,9%, et de 25,7% de celles non fiscales à 4,3 milliards.

Les recettes des impôts directs se sont accrues de 11,5% à 34,8 milliards, résultat de l'encaissement de 1,9 milliard au titre de la contribution de solidarité sur les bénéficiaires¹, de l'augmentation de 13,2% à 16,6 milliards du produit de l'IR et de la baisse de 1,2% à 15,7 milliards de celui de l'IS. Les rentrées de l'IR intègrent notamment les reculs de 3,9% à 2,7 milliards des recettes de cet impôt sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel et de 20,2% à 1,1 milliard sur les profits immobiliers.

Pour leur part, les impôts indirects ont enregistré un accroissement de 3,1% à 38,8 milliards de dirhams, recouvrant une progression de 19,3% à 10,4 milliards des rentrées de la TIC et un repli de 1,8% à 28,4 milliards de celles de la TVA. Le recul de cette dernière recouvre une hausse de 4,4% à 18,8 milliards des rentrées de la TVA à l'importation et une baisse de 12% à 9,6 milliards de celles de la TVA à l'intérieur. Cette dernière tient compte des remboursements d'un montant de 4,4 milliards contre 2,3 milliards à fin avril 2018. L'évolution des recettes de la TIC provient principalement des hausses de celles sur les tabacs manufacturés de 27,6% à 4,2 milliards et de celle sur les produits énergétiques de 15,2% à 5,6 milliards.

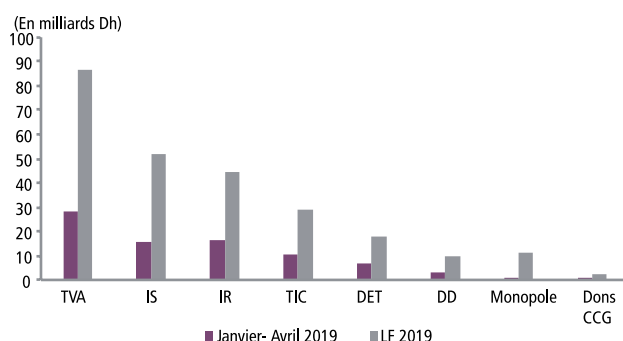
¹ La contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires a été introduite par la loi de finances 2019, applicable aux sociétés soumises à l'IS et payable au titre des années 2019 et 2020.

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

| | Janv. avr. 2018 | Janv. avr. 2019 | Var en % | LF 2019 | Réalisation par rapport à la LF (%) |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-------------|--------------|-------------------------------------|
| Recettes ordinaires | 83,3 | 88,5 | 6,3 | 268,0 | 33,0 |
| Recettes fiscales | 79,2 | 83,3 | 5,1 | 246,0 | 33,9 |
| - Impôts directs | 31,2 | 34,8 | 11,5 | 102,7 | 33,9 |
| Dont I.S | 15,9 | 15,7 | -1,2 | 52,0 | 30,2 |
| I.R | 14,7 | 16,6 | 13,2 | 44,6 | 37,2 |
| - Impôts indirects | 37,6 | 38,8 | 3,1 | 115,8 | 33,5 |
| TVA* | 28,9 | 28,4 | -1,8 | 86,7 | 32,7 |
| TIC | 8,7 | 10,4 | 19,3 | 29,1 | 35,8 |
| - Droits de douane | 3,4 | 3,1 | -10,0 | 9,4 | 32,9 |
| - Enregistrement & timbre | 7,0 | 6,7 | -4,9 | 18,0 | 36,9 |
| Recettes non fiscales | 3,4 | 4,3 | 25,7 | 18,7 | 22,7 |
| - Monopoles | 1,2 | 0,9 | -27,5 | 11,5 | 7,8 |
| - Autres recettes | 2,2 | 3,4 | 55,9 | 7,3 | 46,1 |
| dont Dons CCG | 0,1 | 0,3 | 120,4 | 2,0 | 16,2 |
| Recettes des CST | 0,7 | 0,9 | 41,7 | 3,3 | 28,5 |

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

Par ailleurs, les recettes des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre ont marqué des reculs respectivement de 10% à 3,1 milliards et de 4,9% à 6,7 milliards.

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


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

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

L'accroissement des recettes non fiscales tient principalement à l'augmentation des encaissements des dons des pays du CCG qui sont passés de 147 millions à 324 millions, des versements des comptes

spéciaux du Trésor au profit du budget général de 647 millions à 1,1 milliard et des recettes en atténuation des dépenses de la dette de 276 millions à 1,2 milliard. En revanche, les recettes de monopoles ont connu une baisse de 27,5% à 888 millions, dont 556 millions de dirhams proviennent de Bank Al-Maghrib, 150 millions de l'ANRT et 100 millions de l'ONDA.

4.2 Dépenses

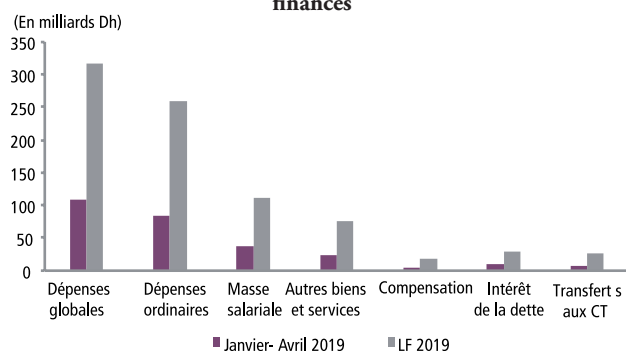
Les dépenses globales au titre des quatre premiers mois de l'année se sont alourdies de 3,8% à 109,3 milliards, reflétant des accroissements de 3,3% à 84,8 milliards de celles ordinaires et de 5,7% à 24,5 milliards des investissements. Les dépenses de fonctionnement ont atteint 60 milliards, en hausse de 4,2% comparativement à la même période en 2018, résultat principalement de l'augmentation de 11,6% à 24 milliards des dépenses au titre des autres biens et services, incorporant notamment des progressions de 9,3% à 4,7 milliards des versements à la Caisse Marocaine des Retraites, de 15,5% à 8,2 milliards des transferts aux établissements publics et de 30% à 1,2 milliard de ceux au profit des comptes spéciaux du Trésor. La masse salariale a, quant à elle, connu un repli de 0,2% à 36,1 milliards, avec une hausse de 1% de la composante structurelle et une baisse de 16,3% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel relevant de la TGR.

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

| | Janv. avr. 2018 | Janv. avr. 2019 | Var. en % | LF 2019 | Exécution par rapport à la LF (%) |
|----------------------------|-----------------|-----------------|------------|--------------|-----------------------------------|
| Dépenses globales | 105,3 | 109,3 | 3,8 | 317,4 | 34,4 |
| Dépenses ordinaires | 82,1 | 84,8 | 3,3 | 259,8 | 32,6 |
| Biens et services | 57,6 | 60,0 | 4,2 | 186,7 | 32,1 |
| Personnel | 36,1 | 36,1 | -0,2 | 112,2 | 32,1 |
| Autres biens et services | 21,5 | 24,0 | 11,6 | 74,6 | 32,1 |
| Intérêts de la dette | 10,6 | 11,0 | 3,3 | 28,7 | 38,2 |
| Compensation | 5,2 | 5,3 | 1,2 | 18,4 | 28,7 |
| Transferts aux CT | 8,7 | 8,5 | -1,8 | 26,0 | 32,7 |
| Investissement | 23,2 | 24,5 | 5,7 | 57,6 | 42,6 |

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

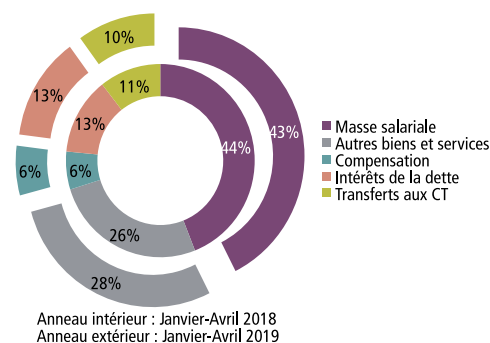
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des paiements en intérêts de la dette, ils se sont accrus de 3,3% à 11 milliards, consécutivement à une hausse de 3,3% des intérêts aussi bien sur la dette intérieure que sur celle extérieure à respectivement 10,3 milliards et 708 millions.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

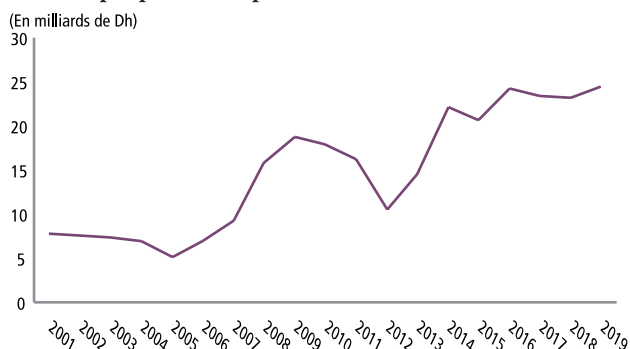


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitements TVA par BAM.

Pour ce qui est de la charge de compensation, elle s'est établie à 5,3 milliards, en accroissement de 1,2% par rapport à fin avril 2018. Les données disponibles de la Caisse de Compensation (CDC) relatives au premier trimestre de l'année indiquent un recul de 15,6% à 2,4 milliards pour la subvention relative au gaz butane et une progression de 2,3% à 852 millions pour celle allouée au sucre. Selon la CDC, le cours moyen du gaz butane sur le marché international a baissé de 4,8%, revenant d'un cours moyen de 493 dollars la tonne au cours des quatre premiers mois de l'année à 468 dollars la tonne sur la même période en 2019.

Exécutées à hauteur de 42,6% par rapport à la LF, les dépenses d'investissement ont progressé de 5,7% à 24,5 milliards, recouvrant une hausse de 24,5% à 13,6 milliards des charges communes et une diminution de 7,4% à 11,1 milliards des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin avril

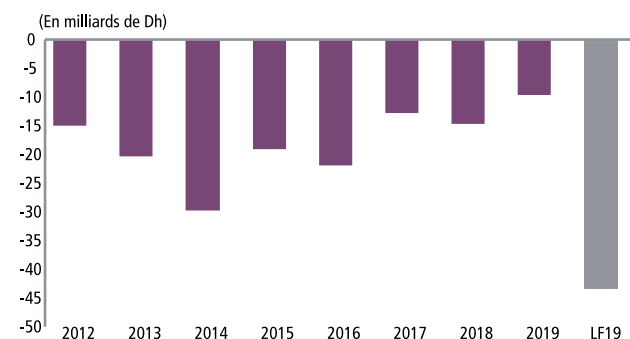


Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Le solde budgétaire est ressorti ainsi en allègement de 5 milliards à 9,7 milliards, lié en grande partie à l'amélioration de 3,8 milliards à 11,1 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor. En outre, le Trésor ayant réglé des dépenses en instance de paiement d'un montant de 9,5 milliards, contre 3,2 milliards un an auparavant, il a vu son besoin de financement augmenter de 1,4 milliard à 19,2 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin avril



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

Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 15,1 milliards, en recul de 6,1 milliards, et par un flux net extérieur positif de 4,2

milliards, contre un flux net négatif de 3,3 milliards un an auparavant. Les tirages extérieurs bruts ont atteint 7,6 milliards de dirhams, provenant principalement de la Banque Mondiale à hauteur de 6,9 milliards et de la BAD pour 661 millions.

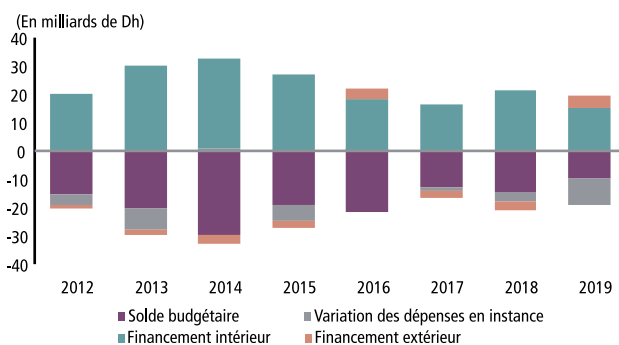
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

| | Janv. avr. 2018 | Janv. avr. 2019 | LF 2019 | Ecart absolu LF/Janv.-avr. 2019 |
|------------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|---------------------------------|
| Solde ordinaire | 1,2 | 3,8 | 8,2 | 4,5 |
| Solde des CST | 7,3 | 11,1 | 6,0 | -5,1 |
| Solde primaire | -4,1 | 1,3 | -14,7 | -16,0 |
| Solde budgétaire | -14,7 | -9,7 | -43,4 | -33,7 |
| Variation des dépenses en instance | -3,2 | -9,5 | 0,0 | |
| Besoin de financement | -17,9 | -19,2 | -43,4 | -24,1 |
| Financement intérieur | 21,2 | 15,1 | 19,9 | 4,8 |
| Financement extérieur | -3,3 | 4,2 | 18,5 | 14,3 |
| Privatisation | 0,0 | 0,0 | 5,0 | 5,0 |

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

S'agissant du financement intérieur, les levées du Trésor sur le marché des adjudications se sont élevées à 8,1 milliards, au lieu de 11,6 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont été effectuées majoritairement dans les maturités longues, à savoir les bons à 15 ans à hauteur de 8,2 milliards, les bons à 10 ans pour 7,7 milliards et les bons à 20 ans pour 3 milliards. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné les bons à 2 ans pour un montant de 8,5 milliards et les bons à 52 semaines à hauteur de 3,7 milliards de dirhams.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin 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 favorables comme en témoigne l'orientation baissière des taux moyens pondérés (TMP). Les reculs ont atteint 15 pdb pour les maturités à 20 ans, 11 pdb pour les 10 ans, 8 pdb pour les bons à 15 ans et 5 pdb pour les 5 ans. Parallèlement, le TMP appliqué aux bons à 52 semaines a augmenté de 2 pdb à 2,36% et celui assortissant les émissions à 30 ans s'est établi à 4,43%.

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

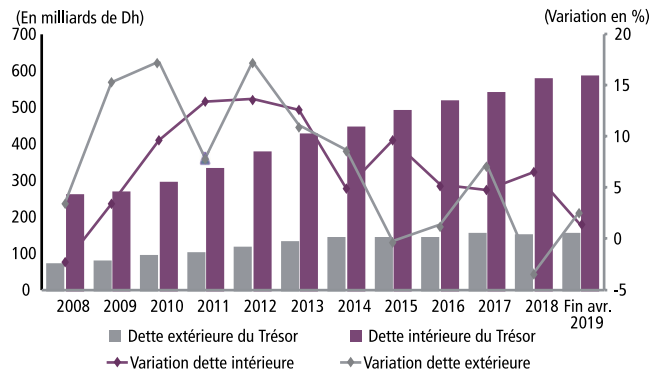
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Fin avr. 2019 |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Dettes extérieures du Trésor | 141,1 | 140,8 | 142,8 | 153,2 | 148,1 | 152,2 |
| Var en % | 8,7 | -0,2 | 1,4 | 7,3 | -3,4 | 2,8 |
| Dettes intérieures du Trésor | 445,5 | 488,4 | 514,7 | 539,1 | 574,6 | 583,1 |
| Var en % | 5,0 | 9,6 | 5,4 | 4,8 | 6,6 | 1,5 |
| Encours de la dette directe | 586,6 | 629,2 | 657,5 | 692,3 | 722,7 | 735,3 |
| Var en % | 5,8 | 7,3 | 4,5 | 5,3 | 4,4 | 1,7 |

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

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

Pour ce qui est de la dette directe à fin avril 2019, l'estimation basée sur les flux de financement fait ressortir une augmentation, avec des hausses de 1,7% pour la composante intérieure du Trésor et de 2,8% pour celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au quatrième trimestre 2018, la croissance est revenue à 2,9% après 4,4% un an auparavant, résultat d'une décélération de 13,6% à 3,5% des activités agricoles et de 3,2% à 2,9% de celles non agricoles. Cette évolution reflète, du côté de la demande, des contributions positives de 2,2 points de pourcentage de sa composante intérieure et de 0,7 point des exportations nettes. Pour l'ensemble de l'année, la hausse du PIB s'est établie à 3% au lieu de 4,2% en 2017, avec une augmentation de 4%, après un rebond de 15,2%, de la valeur ajoutée agricole et de 2,6% contre 2,9% de celle non agricole.

Pour le premier semestre 2019, la croissance se serait établie à 2,6% après 2,9% l'année précédente, avec un taux de 3,5% contre 2,9% de la valeur ajoutée non agricole et un repli de 3,7% au lieu d'un accroissement de 4,2% de celle agricole. Du côté de la demande, la progression de la consommation finale des ménages aurait ralenti à 2,9% après 3,2%. Parallèlement, l'investissement se serait inscrit en forte décélération, passant de 5,5% à 1,8%.

Sur le marché du travail, les créations d'emplois ont nettement reculé à 15 mille postes au cours du premier trimestre 2019, après 116 mille enregistrés la même période une année auparavant. L'agriculture a connu une perte de 152 mille postes, alors que les activités non agricoles ont créé 167 mille, majoritairement dans les services. Tenant compte d'une baisse de 0,4% de la population active, le taux de chômage est passé de 10,5% à 10% au niveau national, de 15,6% à 14,5% dans les villes, tandis qu'il a augmenté de 3,5% à 3,8% dans les campagnes. Concernant le coût du travail, les dernières données disponibles relatives au premier trimestre 2019 attestent d'un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 2%, après 2,3%, en termes nominaux et de 2,2%, après 0,2%, en termes réels.

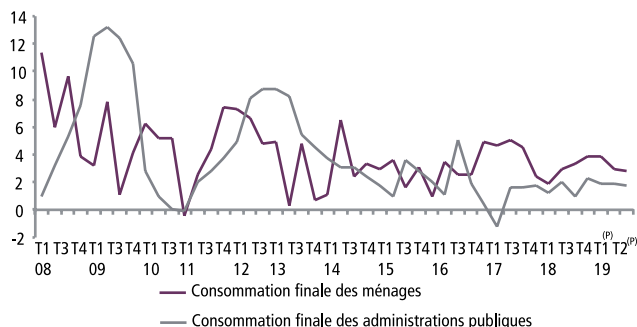
5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les données des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre 2018 font ressortir une accélération de 1,9% à 3,9% du rythme de la consommation des ménages, comparativement à la même période de 2017, et sa contribution à la croissance est passée ainsi de 1,1 point de pourcentage à 2,2 points. Sa progression sur l'ensemble de l'année 2018 s'est établie à 3,3% au lieu de 3,8%.

Pour le premier semestre de 2019, les indicateurs disponibles laissent entrevoir une décélération des dépenses de la consommation des ménages à 2,9% après 3,2%, impactée notamment par la baisse des transferts des MRE, des importations de produits finis de consommation et de la valeur ajoutée agricole. De même, les résultats de l'enquête trimestrielle de conjoncture auprès des ménages, menée par le HCP, indiquent que l'indice de confiance s'est dégradé pour se situer à 79,1 points au lieu de 87,3 points le même trimestre de l'année précédente.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme s'est accéléré à 1,9% contre 1,2%, portant ainsi sa croissance sur l'ensemble de l'année à 2,5% au lieu de 1,9% un an auparavant.

Durant les deux premiers trimestres de 2019, la consommation finale des administrations publiques se serait accrue de 1,9% contre 1,5%, en liaison notamment avec l'accélération du rythme de progression des dépenses de fonctionnement.

5.1.2 Investissement

L'investissement a enregistré une baisse de 1% au quatrième trimestre 2018 contre une hausse de 8,3% une année auparavant. Sa participation à la croissance est ressortie ainsi négative de 0,3 point de pourcentage au lieu d'une contribution positive de 2,9 points à la même période de 2017. Toutefois, pour l'ensemble de l'année, le rythme d'accroissement s'est amélioré de 5,9% après 4,1%.

Au premier semestre 2019, la progression de l'investissement aurait ralenti à 1,8% après 5,5% une année auparavant comme suggère la décélération des crédits à l'équipement au premier trimestre 2019, conjuguée à une quasi-stagnation des importations de biens d'équipement. Par ailleurs, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrif au titre du premier trimestre indiquent que le climat des affaires a été normal pour 90% des industriels sondés. Concernant le marché immobilier, le nombre de transactions a augmenté de 4,5% en mars 2019 pour les biens résidentiels, tandis qu'il a reculé de 4% pour les biens à usage professionnel.

5.2 Demande extérieure

Bien qu'en ralentissement, les échanges extérieurs de biens et services ont dégagé une contribution positive à la croissance au quatrième trimestre 2018 se situant à 0,7 point au lieu de 0,2 point le même trimestre de l'année passée. En effet, les exportations de biens et services ont décéléré à 4,5% au lieu de 14,3% et les importations à 2,1% après 10,5%.

Sur l'ensemble de l'année, la contribution à la croissance des exportations nettes est redevenue négative à hauteur de 1,3 point de pourcentage.

Au premier semestre 2019, les exportations auraient augmenté plus rapidement que les importations de biens

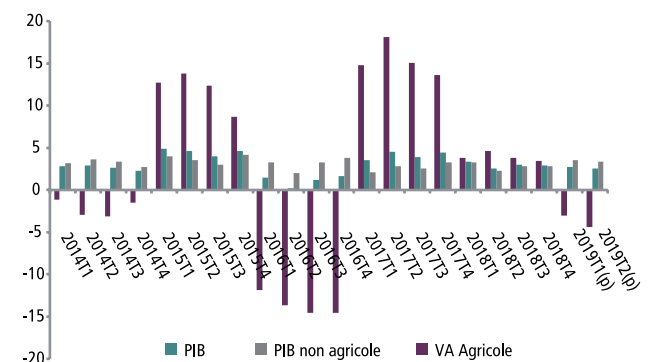
et services. En effet, les exportations auraient affiché une progression de 5,1%, après 6,8%, principalement sous l'effet de l'accroissement des expéditions des phosphates et dérivés, au premier trimestre 2019. Les importations se seraient inscrites en ralentissement de 7,2% à 4% comme le laisse indiquer la baisse des importations des produits énergétiques et la quasi-stagnation des importations de biens d'équipement au titre du premier trimestre 2019.

5.3 Offre globale

En 2018, la croissance économique s'est établie à 3% après 4,2% en 2017, résultat d'un ralentissement de 15,2% à 4% de la valeur ajoutée agricole et de 2,9% à 2,6% de celle non agricole.

Au premier semestre 2019, le rythme de l'activité économique devrait décélérer à 2,6% après 2,9%. La valeur ajoutée agricole aurait accusé un repli de 3,7% contre une progression de 4,2% une année auparavant, traduisant notamment une baisse de 40,5% de la récolte céréalière à 61 millions de quintaux. Pour les activités non agricoles, elles auraient poursuivi leur amélioration à un rythme de 3,5% après 2,9%.

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

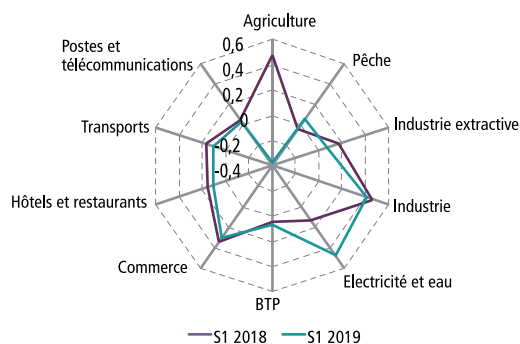


Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant du secteur secondaire, le rythme d'accroissement de l'activité se serait accéléré à 4,6% après 3,1%. Cette évolution traduirait un rebond de

21,8% au lieu de 5,5% dans la branche « électricité et eau », en lien avec le renforcement des productions d'électricité de sources renouvelables et l'entrée en service de la centrale de thermique de Safi (SAFIEC). De même, la valeur ajoutée des industries de transformation aurait cru de 3,1% après 2,9%, à la faveur en particulier de la bonne tenue de la demande étrangère adressée au secteur alimentaire et de l'amélioration de la production d'engrais et d'acide phosphorique. Pour le BTP, elle aurait augmenté, quoiqu'à un rythme toujours faible, de 1,5% après 0,7%. En revanche, l'activité extractive aurait connu une décélération, revenant de 7,8% à 3,8%.

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, l'activité devrait croître de 2,9% après 3% un an auparavant. Par branche, elle afficherait des ralentissements de 6,4% à 4,6% du rythme de la valeur ajoutée dans la branche "hôtels et restaurants", de 4,3% à 3,2% dans les services de transport et de 2,5% à 2% pour les postes et télécommunications. Pour sa part, l'activité de la branche commerce devrait maintenir son taux d'accroissement observé à la même période une année auparavant, soit 4,4%.

5.4 Marché du travail et capacités de production

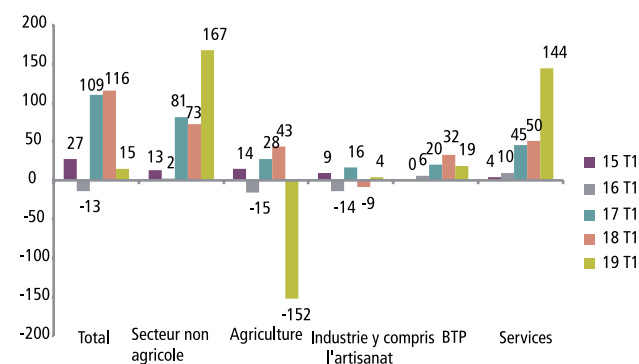
5.4.1 Activité et emploi

Au premier trimestre 2019, le nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus a baissé de 0,4% à 12,1 millions de personnes globalement. Il s'est accru de 0,6% en

milieu urbain et s'est replié de 1,7% en zones rurales. Tenant compte d'une progression de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux de participation a de nouveau reculé, revenant de 47,1% à 46,2% au niveau national. Par milieu de résidence, il a diminué de 42,4% à 41,7% dans les villes et de 55,4% à 54,4% dans les campagnes.

En parallèle, les créations d'emplois se sont limitées à 15 mille postes contre 116 mille la même période de l'année dernière. La population active occupée a ainsi augmenté de 0,1% à près de 10,9 millions de personnes. Cette faible création est le résultat d'une importante perte de 152 mille emplois dans l'agriculture qui a presque compensé la hausse de 167 mille dans les activités non agricoles. Par secteur d'activité, les services ont généré 144 mille postes dont notamment 63 mille emplois dans le «commerce de détail hors magasin» et 23 mille dans les «services personnels et domestiques», le BTP a pour sa part créé 19 mille emplois et l'industrie y compris l'artisanat 4 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 4,8% à 1,21 million de personnes et le taux de chômage est passé de 10,5% à 10% au niveau national, de 15,6% à 14,5% en zones urbaines et de 3,5% à 3,8% en milieu rural. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a reculé de 1,6 point à

24,1% au niveau national et de 3,2 points à 40,3% dans les villes.

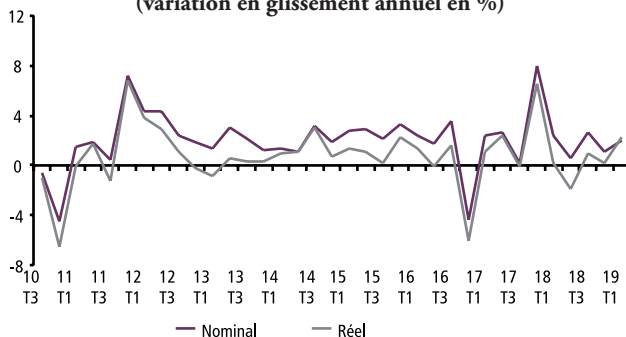
Parallèlement à la diminution du chômage, le sous-emploi¹ s'est replié au cours du premier trimestre 2019. Son taux est revenu de 10% à 9,6% au niveau national, de 9,4% à 9% en milieu urbain et de 10,7% à 10,4% en zones rurales.

5.4.3 Productivité et salaires

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

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, a progressé en glissement annuel de 2% au premier trimestre 2019 après 2,3% à la même période de l'année précédente en termes nominaux et de 2,2% contre 0,2% en termes réels.

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

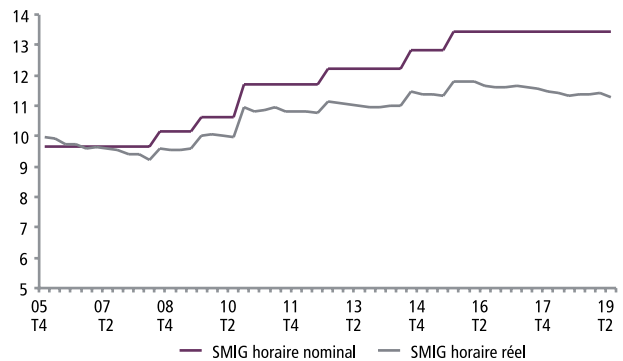


Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est maintenu au premier trimestre 2019 à 13,46 dirhams en termes nominaux. Tenant compte d'une baisse de 0,2% de l'indice des prix à la consommation, le SMIG s'est accru en termes réels de 0,2% et devrait diminuer de 0,3% au deuxième trimestre.

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

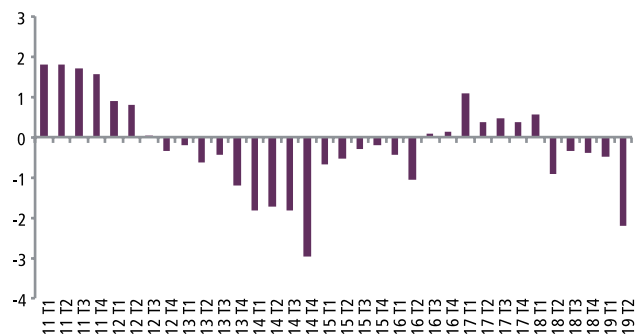
Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours du premier semestre de 2019.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

| | T1 2018 | T1 2019 |
|--|--------------------|--------------------|
| Taux d'activité (en %) | 47,1 | 46,2 |
| Urbain | 42,4 | 41,7 |
| Rural | 55,4 | 54,4 |
| Taux de chômage (en %) | 10,5 | 10,0 |
| Jeunes âgés de 15 à 24 ans | 25,7 | 24,1 |
| Urbain | 15,6 | 14,5 |
| Jeunes âgés de 15 à 24 ans | 43,5 | 40,3 |
| Rural | 3,5 | 3,8 |
| Créations d'emplois (en milliers) | 116 | 15 |
| Urbain | 77 | 109 |
| Rural | 39 | -94 |
| Secteurs | | |
| - Agriculture | 43 | -152 |
| - Industrie y compris l'artisanat | -9 | 4 |
| - BTP | 32 | 19 |
| - Services | 50 | 144 |
| Productivité apparente du travail non agricole (variation en %) | 2,3 | 1,3 |
| Indice des salaires moyens (variation en %) | Nominal 2,0 | 2,3 |
| | Réel 2,2 | 0,2 |

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

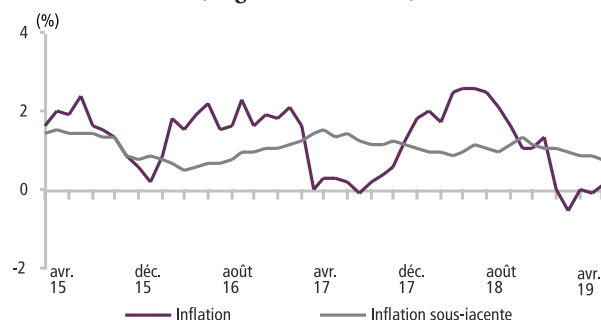
L'inflation s'est située au premier trimestre 2019 à un niveau exceptionnellement bas de -0,2% avant d'accélérer légèrement en avril à 0,2%, portant sa moyenne sur les quatre premiers mois de l'année à -0,1%. Cet affaiblissement est imputable au net repli des prix des produits alimentaires à prix volatils qui a atteint 6,2% au premier trimestre et 3,4% en avril, contre une hausse de 2,6% en 2018. Il est attribuable également au recul de 6,6% puis de 1,2% en avril des prix des carburants et lubrifiants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est établie à 0,9% au premier trimestre et à 0,8% en avril tandis que les tarifs des produits réglementés ont progressé de 1,4% en moyenne entre janvier et avril.

A court terme, l'inflation devrait rester faible, autour de 0,3% au deuxième trimestre alors que sa composante sous-jacente s'établirait à 0,8%.

6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation a marqué un net ralentissement au premier trimestre 2019 se situant en territoire négatif pour la première fois depuis le 1er trimestre 2010. Elle est ainsi revenue à -0,2%, après 1,9% en 2018, avant de connaître une légère accélération à 0,2% en avril. Ce niveau faible de l'inflation est imputable au repli des prix des produits alimentaires à prix volatils et de ceux des carburants et lubrifiants ainsi qu'à la décélération de l'inflation sous-jacente. Les tarifs des produits réglementés ont également contribué à l'affaiblissement de l'inflation, la dissipation de l'effet d'une décision réglementaire antérieure ayant plus que contrebalancé l'impact de la hausse de la TIC sur les tabacs en janvier 2019, prévue dans la loi de Finances 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 | | |
|---|--------------------|-------------|------------|-------------------|-------------|------------|
| | fév. 19 | mars 19 | avr. 19 | fév. 19 | mars 19 | avr. 19 |
| Inflation | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 0,0 | -0,1 | 0,2 |
| - Produits alimentaires à prix volatils | 0,1 | -0,9 | 5,4 | -4,5 | -6,2 | -3,4 |
| - Carburants et lubrifiants | 3,5 | 5,2 | 2,6 | -7,9 | -1,0 | -1,2 |
| - Produits réglementés | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 1,4 | 1,5 | 1,5 |
| Inflation sous-jacente | -0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| - Produits alimentaires | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,4 |
| - Articles d'habillement et chaussures | -0,2 | -0,3 | -0,1 | 0,9 | 0,6 | 0,9 |
| - Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹ | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 2,2 | 1,9 | 1,9 |
| - Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| - Santé ¹ | 1,2 | 0,0 | -0,5 | 3,4 | 3,4 | 2,9 |
| - Transport ² | -0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| - Communication | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| - Loisirs et cultures ¹ | 0,3 | 0,9 | 0,1 | 0,9 | 1,7 | 1,6 |
| - Enseignement | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 3,4 | 3,4 | 3,4 |
| - Restaurants et hôtels | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 1,6 | 1,5 | 1,1 |
| - Biens et services divers ¹ | 0,1 | -0,1 | 0,3 | 0,9 | 0,7 | 0,6 |

1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

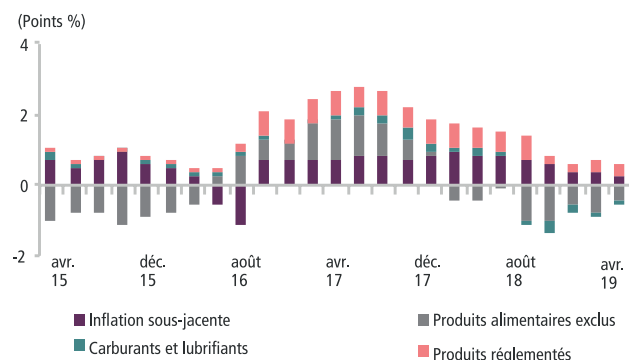
Sources : HCP et calculs BAM.

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

Entamé depuis le 2^{ème} trimestre 2018, le repli des prix des produits alimentaires à prix volatils s'est poursuivi jusqu'au premier trimestre 2019 avant de s'atténuer en avril. Ces prix se sont, en effet, repliés de 6,2% en moyenne au cours des trois premiers mois de l'année reflétant une baisse généralisée de l'ensemble des produits.

Leur recul s'est, en revanche, limité à 3,4% en avril en lien avec des chocs d'offre sur certains produits ainsi qu'avec la hausse de la demande à la veille du mois de Ramadan. À l'exception des agrumes et des poissons frais, cette atténuation de la baisse a été enregistrée pour tous les autres produits et a été plus marquée pour les légumes frais dont les prix n'ont diminué que de 3,6% en avril au lieu de 11% un trimestre auparavant.

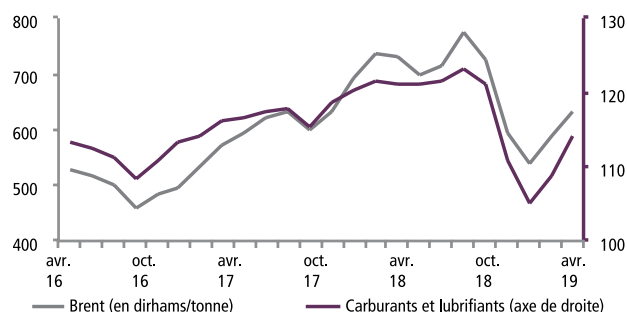
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des carburants et lubrifiants, après un renchérissement de 5,2% en 2018, leurs prix ont accusé une baisse de 6,6% au premier trimestre et de 1,2% en avril, reflétant l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers. En effet, le cours du Brent s'est temporairement orienté à la baisse, se situant à 63,3\$/bl au premier trimestre 2019, au lieu de 71,1\$/bl en 2018, avant d'augmenter de nouveau à 71,2\$/bl en avril impacté par des facteurs d'offre.

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, leur rythme s'est limité à 1,4% en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2019, au lieu de 2,8% en 2018, en lien principalement avec la dissipation de l'effet du relèvement, en janvier 2018, des droits de timbres qui a plus que compensée l'augmentation de 15,2% des tarifs des tabacs en janvier 2019, lui-même induit par le rehaussement de la TIC sur les tabacs bruns prévu dans la loi des finances de 2017.

Leur contribution à l'inflation s'est ainsi réduite de moitié, se situant à 0,3 point de pourcentage en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2019 au lieu de 0,6 point de pourcentage en 2018.

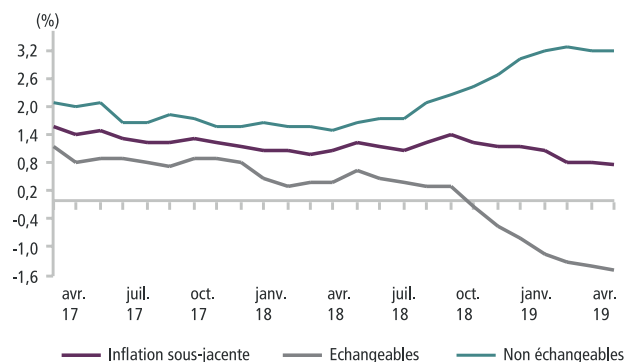
6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente a de nouveau décéléré, revenant de 1,1% en 2018 à 0,9% au premier trimestre puis à 0,8% en avril. Par composante, cette évolution est imputable à la baisse de 0,1% au premier trimestre et de 0,4% en avril, au lieu de la progression moyenne de 0,8% en 2018, des prix des produits alimentaires qui y sont inclus. En revanche, les prix ont augmenté de 3,4% en moyenne entre janvier et avril 2019 au lieu de 2,5% en 2018 pour l'« enseignement » et de 0,9% au lieu de 0,1% pour le « transport » hors réglementés.

Par ailleurs, la décomposition du panier de l'IPC en

produits échangeables et non échangeables indique que le ralentissement de l'inflation sous-jacente au cours des quatre premiers mois de l'année résulte du recul, au lieu de la hausse en 2018, des prix des biens échangeables qui a plus que contrebalancé l'accélération des prix des biens non échangeables.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

En effet, les prix des biens échangeables se sont repliés de 1,4% entre janvier et avril alors qu'ils s'étaient accrus de 0,3% en 2018, sous l'effet de la forte baisse des prix des « huiles » et dans une moindre mesure, de la régression des prix des « légumineuses sèches ». Au total, la contribution de cette catégorie de produits à l'inflation sous-jacente ressort à -0,7 point de pourcentage contre 0,1 point en moyenne en 2018.

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

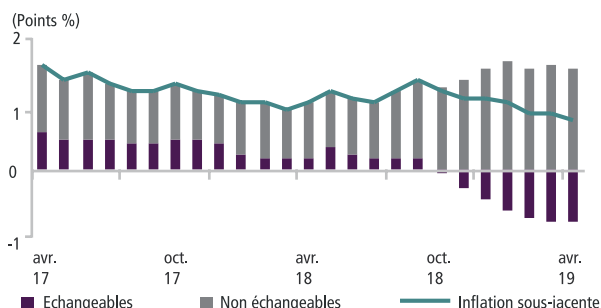
| (En %) | Variation mensuelle | | | Glissement annuel | | |
|-------------------------------|---------------------|---------|---------|-------------------|---------|---------|
| | fév. 19 | mars 19 | avr. 19 | fév. 19 | mars 19 | avr. 19 |
| Biens échangeables | -0,3 | -0,1 | -0,1 | -1,3 | -1,4 | -1,5 |
| Biens non échangeables | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 3,3 | 3,2 | 3,2 |
| Inflation sous-jacente | -0,1 | -0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,9 | 0,8 |

Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux prix des biens non changeables, leur rythme a fortement accéléré, passant de 2% en 2018 à 3,2% en moyenne sur les quatre premiers mois de 2019, traduisant principalement la hausse sensible de 3,1% à 7,4% des prix des « viandes fraîches ». Ils ont ainsi

contribué à l'inflation sous-jacente à hauteur de 1,5% point de pourcentage au lieu de 0,9 point l'année passée.

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 s'accélérer au deuxième trimestre, tout en maintenant un niveau faible. Elle s'établirait ainsi à 0,3% au lieu de -0,2% un trimestre auparavant, tirée par l'atténuation prévue de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils et de ceux des carburants et lubrifiants.

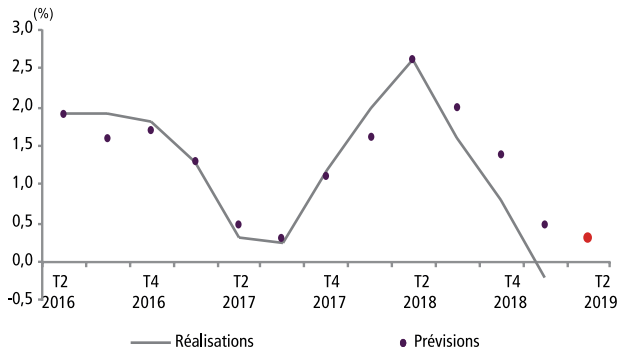
Ainsi, traduisant l'effet conjugué de la hausse de la demande au cours du mois de Ramadan et des chocs ayant caractérisé l'offre de certains produits, en l'occurrence les légumes frais, les prix des produits alimentaires volatils devraient voir leur repli revenir à 3,6% après celui de 6,2% au premier trimestre.

Les prix des carburants et lubrifiants devraient également connaître une baisse limitée à 0,7% contre 6,6% un trimestre auparavant, attribuable à la hausse prévue des cours internationaux des produits pétroliers.

Les prix des produits réglementés évolueraient, quant à eux, au même rythme observé au premier trimestre en l'absence de décisions gouvernementales y afférentes, soit 1,4%.

L'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix resterait proche de son niveau observé en avril, soit 0,8%.

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

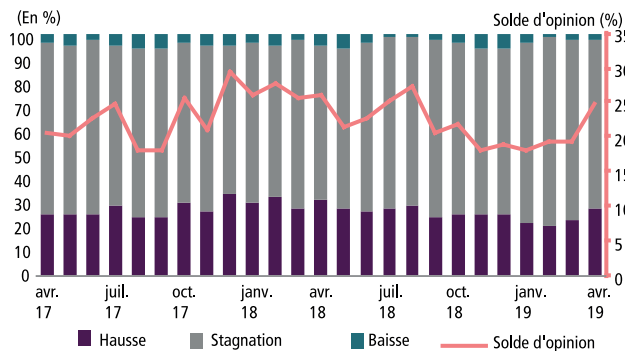


Source : BAM.

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'avril 2019, indiquent une augmentation de la proportion des industriels tablant sur une hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois à 28%. La part des enquêtés anticipant une baisse s'est limitée à 3%. Pour sa part, le pourcentage des industriels prévoyant une stagnation de l'inflation demeure élevé, se situant à 69%.

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

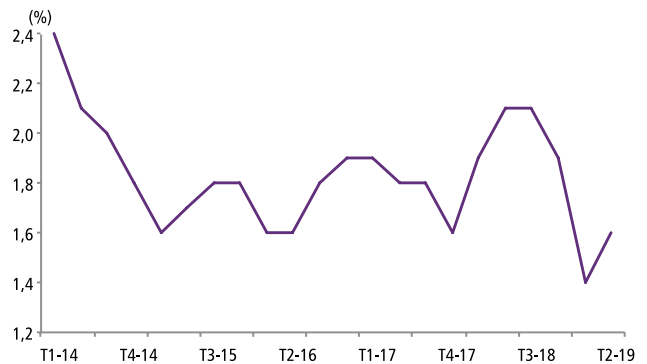


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib pour le deuxième

trimestre 2019 indiquent que les experts financiers anticipent une inflation de 1,6% sur l'horizon des huit prochains trimestres.

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

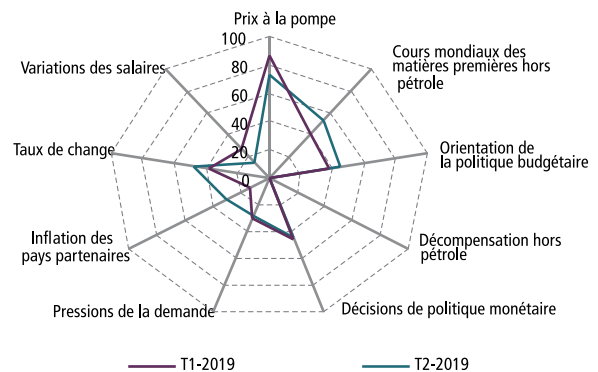


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

Ces derniers, considèrent que l'évolution des prix à la pompe, les décisions de la politique monétaire et les cours mondiaux des matières premières hors pétrole représentent les principaux déterminants de la tendance future de l'inflation.

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



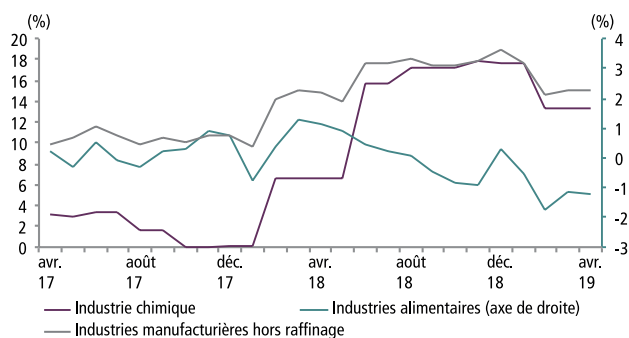
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à la production

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage du pétrole, leur rythme

a connu une décélération à 2,3% en avril après 2,5% au premier trimestre et 2,6% en moyenne en 2018. Ce ralentissement est attribuable essentiellement à la baisse du rythme de progression des prix à la production de l'« industrie chimique » à 13,4% en avril au lieu de 14,8% au premier trimestre et au recul de ceux de la branche « fabrication de textile » de 0,8% après une hausse de 1,8%.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Fragilisée par les incertitudes politiques, les tensions géopolitiques, l'escalade de la guerre commerciale ainsi que certains facteurs temporaires propres à certains pays, la croissance mondiale ralentirait en 2019 avant de reprendre modérément en 2020.

Aux Etats-Unis en particulier, l'expansion de l'activité devrait décélérer, en partie sous l'effet de la dissipation des répercussions des mesures de relance budgétaire. Dans la zone euro, la croissance refluerait en 2019, affaiblie par de nombreux facteurs tant au niveau interne qu'externe, avant de retrouver une dynamique plus soutenue en 2020. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance poursuivrait sa décélération en Chine, à un rythme toutefois contenu à la faveur des mesures de soutien budgétaire et monétaire. De même, l'orientation expansionniste des politiques économiques devrait continuer de soutenir l'activité en Inde.

Sur le marché des matières premières, les prix des produits énergétiques connaîtraient une baisse sur l'horizon de prévision par rapport à leurs niveaux de 2018, quoiqu'en atténuation comparativement aux projections de mars, compte tenu du resserrement plus accentué de l'offre mondiale, lui-même lié aux tensions géopolitiques et à la réduction plus importante qu'attendu de la production des pays de l'OPEP. Par ailleurs, les cours des engrais phosphatés devraient se situer à des niveaux inférieurs à ceux observés en 2018, tandis que ceux du phosphate brut devraient augmenter, à un rythme supérieur à celui retenu en mars. Pour leur part, après avoir reculé en 2018, les prix des produits alimentaires devraient s'inscrire en accroissement graduel sur l'horizon de prévision.

Dans ces conditions, l'inflation au niveau mondial devrait s'établir à moyen terme à des taux en deçà de ceux enregistrés en 2018. Dans la zone euro en particulier, elle ralentirait en 2019 avant d'afficher une modeste tendance à la hausse sur le reste de l'horizon de prévision, tandis qu'aux Etats-Unis, elle retrouverait graduellement des taux proches de l'objectif de la Fed.

Au niveau national, après un creusement à 5,5% du PIB, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 4,5% en 2019 et à 3,1% en 2020, sous l'effet particulièrement de la baisse de la facture énergétique et de l'accélération des ventes de la construction automobile en 2020. Ces prévisions tiennent compte également de l'hypothèse d'entrées de dons des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020. En ce qui concerne les investissements directs, et après avoir enregistré une entrée exceptionnelle en 2018 relative à une opération de cession dans le secteur des assurances, ils devraient se situer à un montant équivalent à près de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision.

S'agissant des réserves internationales nettes, et sous l'hypothèse de deux sorties successives du Trésor à l'international, elles devraient se renforcer à 239 milliards à fin 2019 avant de revenir à 234,5 milliards à fin 2020. Leur couverture se situerait ainsi à 5 mois et 4 jours et 5 mois et 1 jour d'importations respectivement.

Sur le plan monétaire, les taux débiteurs ont marqué au premier trimestre de 2019 une baisse de 17 points de base à 4,89% en moyenne, tirée par celle des taux assortissant les crédits aux entreprises, notamment les TPME. La croissance du crédit au secteur non financier avoisinerait 3,5% en 2019, avant de s'accélérer à 4,3% en 2020. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait légèrement s'apprécier en 2019 avant d'enregistrer une relative dépréciation en 2020. Au total, les conditions monétaires devraient rester appropriées.

Au niveau des finances publiques, le processus de consolidation budgétaire connaîtrait un certain ralentissement. En effet, après s'être établi à 3,7% du PIB en 2018, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait se situer à 4,1% en 2019, prévision inchangée par rapport au RPM de mars et à 3,8% en 2020, en aggravation de 0,3 point en liaison principalement avec l'impact de l'accord du dialogue social.

La croissance devrait continuer à être rythmée par les conditions climatiques sur l'horizon de prévision. Après avoir ralenti à 3% en 2018, elle décélérerait de nouveau à 2,8% en 2019, sous l'effet d'une baisse de 3,8% de la valeur ajoutée agricole, les activités non agricoles devant, toutefois, poursuivre leur amélioration avec une hausse de leur valeur ajoutée prévue à 3,6%. Du côté de la demande, cette évolution est attribuable à l'affaiblissement prévu de la demande intérieure, quoiqu'en atténuation comparativement aux projections de mars compte tenu des effets escomptés des valorisations des salaires et des allocations familiales dans le cadre du dialogue social. En 2020, la croissance devrait se situer à 4%, favorisée par une augmentation de 6% de la valeur ajoutée agricole et par une consolidation du rythme d'accroissement de celle non agricole à 3,9%. La demande intérieure gagnerait en vigueur, tandis que les exportations nettes maintiendraient une contribution légèrement négative.

Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente devrait ralentir à 0,8% en 2019, avant de se raffermir graduellement sur le reste de l'horizon de prévision, en liaison avec la résorption progressive attendue du cycle négatif de la demande intérieure et la dépréciation prévue du TCER. Ceci étant, et compte tenu notamment de la hausse prévue des prix des produits réglementés et de la baisse de ceux des carburants et lubrifiants, sous l'hypothèse d'un recul des cours du pétrole à l'international, l'inflation devrait fléchir à 0,6% en 2019 avant de s'accélérer modérément à 1,2% en 2020.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

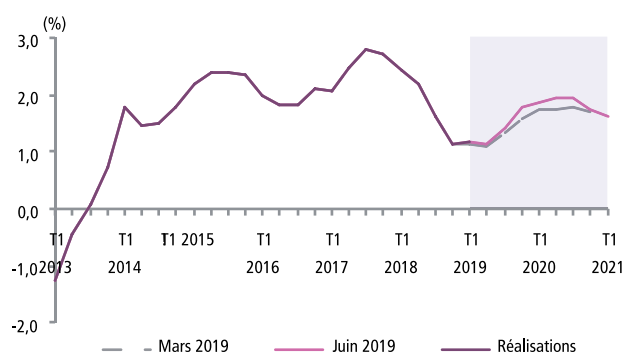
Décélération de la croissance mondiale en 2019

L'accentuation des incertitudes continue de peser sur la croissance mondiale et assombrit ses perspectives. Les facteurs de risque demeurent essentiellement liés aux inquiétudes quant aux modalités du Brexit, à l'escalade de la guerre commerciale, à l'intensification des tensions politiques et géopolitiques, ainsi qu'à la vulnérabilité des marchés émergents.

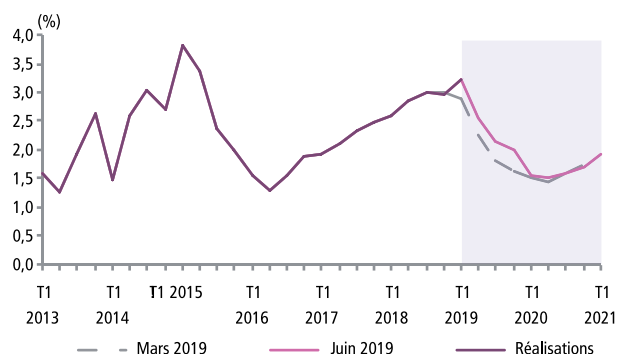
Ainsi, l'économie mondiale connaîtrait une nette modération de son rythme en 2019 et une légère reprise en 2020. Aux Etats-Unis, l'expansion de l'activité économique ralentirait, passant de 2,9% en 2018 à 2,5% en 2019 puis à 1,6% en 2020, en partie imputable à la dissipation des effets des mesures de relance budgétaire. Parallèlement, la vigueur du marché du travail devrait se poursuivre, avec des taux de chômage qui resteraient faibles. Dans la zone euro, la croissance devrait nettement décélérer, passant de 1,8% en 2018 à 1,4% en 2019, affaiblie par de nombreux facteurs négatifs tant au niveau interne qu'externe, avant de se redresser à 1,9% en 2020, en lien avec un maintien de conditions monétaires favorables. La situation sur le marché du travail continuerait, toutefois, à s'améliorer, avec une baisse du taux de chômage à environ 7,6% en 2020.

Dans les principaux pays émergents, la croissance devrait poursuivre sa décélération en Chine de 6,6% en 2018 à 6,5% en 2019 puis à 6,2% en 2020, des rythmes demeurant néanmoins contenus à la faveur des mesures de soutien budgétaire et monétaire. De même, l'orientation expansionniste des politiques économiques devrait continuer à soutenir l'activité en Inde qui, quoiqu'en décélération, maintiendrait une dynamique soutenue de 6,6% en 2019, avant de se raffermir de 7,5% en 2020. Pour sa part, la croissance au Brésil devrait connaître une accélération de 1,1% à 1,7% en 2019 puis à 2,3% en 2020, sur fond notamment d'une hausse de l'investissement, prévisions restant toutefois conditionnées par la réussite de la mise en œuvre des réformes budgétaires, notamment celle du régime des retraites.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN¹, mai 2019.

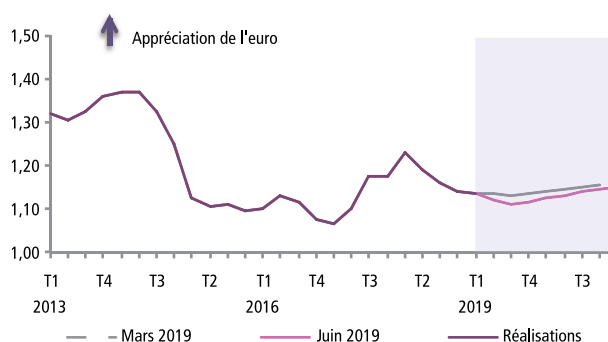
¹ Global Projection Model Network.

Affaiblissement de l'euro face au dollar en 2019 et légère tendance à la hausse à moyen terme

Impacté par la détérioration des perspectives de croissance dans la zone euro et l'augmentation des incertitudes qui les entourent, l'euro terminerait l'année 2019 en dépréciation de près de 5% à 1,12 dollar en moyenne. En 2020, il devrait s'apprécier modérément à 1,14 dollar, compte tenu principalement de la reprise attendue de l'activité économique dans la zone euro.

Parallèlement, face aux signes d'affaiblissement de l'activité et à la multiplication des risques baissiers entourant ses perspectives, la Fed a réitéré qu'elle sera patiente quant aux futurs relèvements des taux des fonds fédéraux. De même, et dans un contexte de niveaux bas d'inflation, des mesures plus accommodantes ont été annoncées par la BCE, avec notamment le maintien de ses taux inchangés au moins pendant le premier semestre de 2020 et le lancement d'une nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III).

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, mai 2019.

Atténuation à moyen terme des pressions haussières sur les cours des produits énergétiques

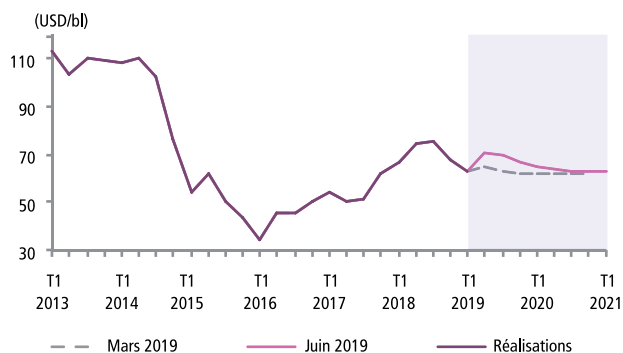
L'évolution récente des cours des matières premières énergétiques est demeurée empreinte de volatilité, attribuable notamment aux craintes quant à un ralentissement plus accentué de la demande mondiale ainsi qu'aux perturbations de l'offre, elles-mêmes liées en majeure partie aux tensions politiques et géopolitiques. En termes de perspectives, les pressions haussières sur les cours devraient s'atténuer. En particulier, le prix du Brent terminerait l'année 2019 sur une moyenne de 67,8\$/bl, en diminution de 4,6% d'une année à l'autre, avant de baisser de nouveau à 63,8\$/bl en 2020. Ces prévisions ont été, toutefois, revues à la hausse de 4,6 dollars et 2,1 dollars respectivement, compte tenu du resserrement plus accentué de l'offre mondiale.

Au niveau du marché des phosphate et dérivés, les prix des engrais phosphatés se sont inscrits en baisse à fin 2018, sous l'effet notamment d'un affaiblissement de la demande en provenance de la Chine et de l'Inde et d'un recul des coûts de certains intrants. En termes de perspectives, le cours du DAP en particulier diminuerait de 6% à 370\$/t en 2019, après une hausse de 21,8% un an auparavant, et passerait à 377\$/t en 2020, en nette révision à la baisse par rapport aux projections de mars. En revanche, le cours du phosphate brut devrait ressortir en accroissement, pour se situer à 105\$/t en 2019 et à 107\$/t en 2020, après avoir avoisiné 88\$/t en 2018. Pour

leur part, les prix des produits alimentaires se sont inscrits globalement en hausse en début d'année et devraient poursuivre cette tendance sur l'horizon de prévision, après avoir baissé de 3,5% en 2018.

Dans ces conditions, l'inflation au niveau mondial devrait s'établir à des niveaux en deçà de ceux observés en 2018 sur l'horizon de prévision. Aux Etats-Unis en particulier, elle devrait s'établir à 1,8% en 2019, après 2,4% en 2018, avant d'augmenter à 2,2% en 2020. Parallèlement, elle maintiendrait dans la zone euro des niveaux inférieurs à l'objectif de la BCE, soit 1,3% en 2019 et 1,4% en 2020, après 1,8% en 2018.

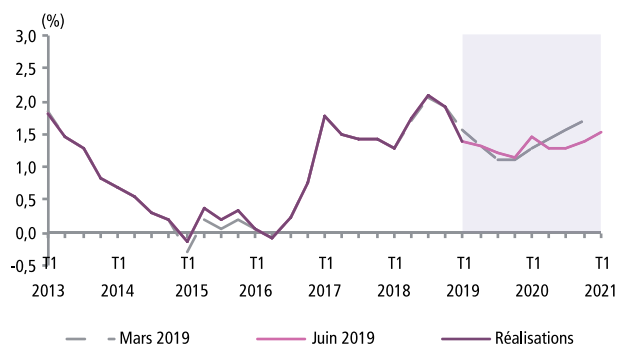
Graphique 7.4 : Prix du Brent



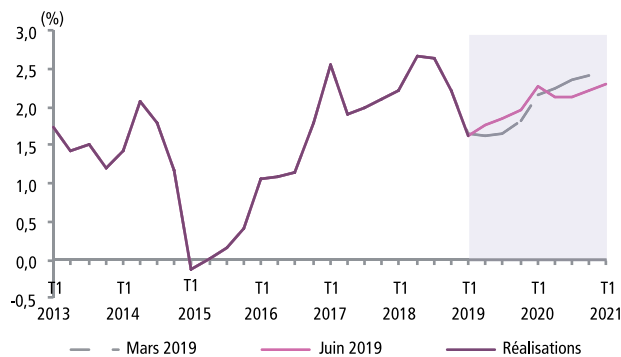
Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2002-2004=100)



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2019.

Une production céréalière de 61 millions de quintaux prévue pour 2018-2019 et campagne normale attendue en 2019-2020

La production céréalière au titre de la campagne agricole 2018-2019 se situerait, selon le Ministère de l'Agriculture, à 61 millions de quintaux (MQx), en baisse de 40,5% par rapport à la campagne précédente et de 26,3% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Pour les autres cultures, la production aurait augmenté de 17% pour les agrumes, de 22,3% pour les olives et aurait reculé de 9% pour les dattes. Pour l'élevage, les parcours se seraient améliorés.

Pour la campagne 2019-2020, l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 80 MQx a été maintenue, parallèlement à une poursuite de la performance tendancielle des autres cultures.

7.2 Projections macroéconomiques

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

Après un creusement en 2018 à 5,5% du PIB, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 4,5% en 2019 et à 3,1% en 2020, en relation notamment avec une baisse de la facture énergétique conjuguée à une accélération des ventes de la construction automobile en 2020. Cette prévision tient compte de l'hypothèse d'entrées de dons en provenance des pays du CCG de 2 milliards de dirhams en 2019 et de 1,8 milliard en 2020.

En 2019, la progression des exportations devrait ralentir à 6%, en liaison particulièrement avec la décélération des ventes de phosphates et dérivés. En 2020, elle devrait s'accélérer à 7,3%, reflétant essentiellement une hausse de la construction de voiture, sous l'hypothèse de doublement de la capacité de production de l'usine Peugeot. En parallèle, le rythme des importations devrait décélérer à 3,3% en 2019 et à 2,8% en 2020, suite principalement à la baisse attendue de la facture énergétique et à l'atténuation de la hausse des acquisitions de biens d'équipement.

Concernant les recettes de voyage et les transferts des MRE, leurs rythmes de croissance devraient augmenter à 3,3% et à 3,6% respectivement en 2019 puis à 4,1 et à 4,5% en 2020.

Par ailleurs, après avoir enregistré un niveau élevé en 2018 suite à une cession dans le secteur des assurances, les IDE devraient se stabiliser à près de 3,4% du PIB sur l'horizon de prévision.

Tenant compte des hypothèses des entrées de dons CCG et de deux sorties successives du Trésor sur le marché international l'une en 2019 et l'autre en 2020, les RIN devraient se renforcer à 239 milliards en 2019 avant de revenir à 234,5 milliards en 2020. Elles continueraient ainsi d'assurer la couverture d'un peu plus de 5 mois d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

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

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

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

Le taux de change effectif réel (TCER) connaîtrait de faibles variations sur l'horizon de prévision. Il s'apprécierait légèrement en 2019, l'écart d'inflation en faveur du Maroc devant atténuer l'appréciation attendue du dirham face principalement à l'euro. En 2020, le TCER devrait ressortir en relative dépréciation, résultat d'une quasi-stagnation en termes nominaux et d'une inflation domestique toujours inférieure à celle des partenaires et concurrents.

Sur la base des prévisions des réserves internationales nettes et de la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait s'accroître de 69 milliards de dirhams à fin 2018 à 71 milliards au terme de 2019, puis à 86 milliards à fin 2020. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, sa croissance se situerait à 3,5% en 2019, avant de s'accroître à 4,3% en 2020.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

| Variation en %, sauf indication contraire | Réalizations | | | | Prévisions | | Ecart (juin/mars) | |
|---|--------------|-------|-------|-------|------------|-------|-------------------|------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2019 | 2020 |
| Crédit bancaire au secteur non financier | 0,3 | 3,9 | 3,8 | 3,1 | 3,5 | 4,3 | 0,4 | -0,1 |
| M3 | 5,7 | 4,7 | 5,5 | 4,1 | 4,3 | 3,8 | 0,3 | 0,1 |
| Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH | -16,5 | -14,7 | -40,9 | -69,0 | -71,0 | -86,0 | -0,4 | -1,2 |

Ralentissement du processus de la consolidation budgétaire

Comparativement à l'exercice de prévision de mars 2019, les prévisions du déficit budgétaire sont restées inchangées en 2019 et ajustées à la hausse de 0,3 point du PIB en 2020. En effet, sur la base des éléments disponibles, le déficit, hors privatisation, devrait se situer à 4,1% du PIB en 2019 et à 3,8% en 2020. Cet exercice de prévision a été marqué par l'intégration de l'effet de l'accord du dialogue social avec principalement la décision d'augmenter les salaires des fonctionnaires et les allocations familiales. Les revalorisations salariales des personnels militaires et les amendements apportés au statut de base des personnels de la Direction Générale de la Sûreté Nationale (DGSN) ne sont pas pris en compte.

Compte tenu de la légère révision de la croissance au titre de 2019, les recettes fiscales ont été revues à la hausse. Du côté des dépenses, les nouvelles mesures issues de l'accord du dialogue social ont induit des ajustements à la hausse pour la masse salariale et à la baisse pour les dépenses des autres biens et services par rapport à l'exercice de mars. Ceci a été effectué par réaffectation d'une provision constituée par le Gouvernement dans le cadre de la loi de finances 2019, ce qui a limité l'impact sur le déficit budgétaire relatif à cette année.

En 2020, l'impact de l'accord du dialogue social serait plus prononcé comparativement à 2019, induisant une révision à la hausse de la masse salariale et des dépenses des autres biens et services. Du côté des recettes, celles fiscales devraient évoluer à un rythme supérieur à celui du PIB nominal et tiennent compte du reliquat des dons provenant des pays du CCG de 1,8 milliard de dirhams.

Poursuite de la reprise des activités non agricoles

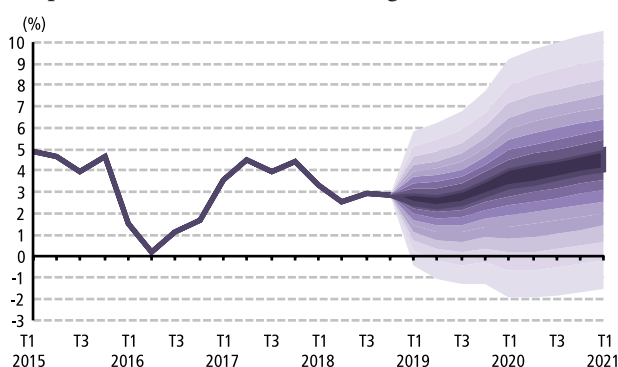
Après avoir ralenti à 3% en 2018, la croissance nationale devrait continuer d'être rythmée par les conditions climatiques sur l'horizon de prévision. Elle décélérerait de nouveau à 2,8% en 2019, sous l'effet d'une baisse de 3,8% de la valeur ajoutée agricole, prévisions quasi-inchangées comparativement à mars. En revanche, les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration, avec une croissance de leur valeur ajoutée prévue à 3,6%, contre 3,4% annoncée en mars, les indicateurs à haute fréquence laissant présager des évolutions meilleures qu'attendu au premier trimestre au niveau de l'industrie de transformation, de la production d'électricité et des activités extractives.

Du côté de la demande, sa composante intérieure s'affaiblirait. En effet, pâtissant du recul des revenus agricoles, la croissance de la consommation finale des ménages devrait ralentir, à un rythme toutefois en atténuation

comparativement à celui prévu en mars, tenant compte des effets positifs escomptés des valorisations des salaires et des allocations familiales dans le cadre du dialogue social. De même, l'accroissement de l'investissement ralentirait, alors que la consommation finale des administrations publiques maintiendrait une dynamique soutenue, reflet essentiellement du raffermissement attendu des dépenses de fonctionnement. Parallèlement, la contribution négative des exportations nettes devrait s'alléger, sous l'effet d'une modération du rythme des importations de biens et services, elle-même traduisant celle de la demande intérieure. La dynamique des exportations connaîtrait, pour sa part, un certain ralentissement, reflétant la décélération prévue de l'activité chez les principaux partenaires.

En 2020, la croissance nationale se situerait à 4%, favorisée par une augmentation de 6% de la valeur ajoutée agricole et par une consolidation à 3,9% du rythme d'accroissement de celle non agricole. La demande intérieure devrait retrouver une dynamique plus soutenue, tirée par un regain de vigueur de la consommation des ménages et de l'investissement. De surcroît, la progression de la consommation des administrations publiques s'accélérait, à la faveur d'une poursuite de la hausse des dépenses de fonctionnement. Parallèlement, les exportations nettes maintiendraient une contribution négative à la croissance, la hausse attendue des importations de biens et services devrait plus que compenser celle des exportations qui, bénéficiant particulièrement d'un redressement de la demande étrangère, devraient connaître un raffermissement de leur dynamique.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2019 - T1 2021), en glissement annuel *



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

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

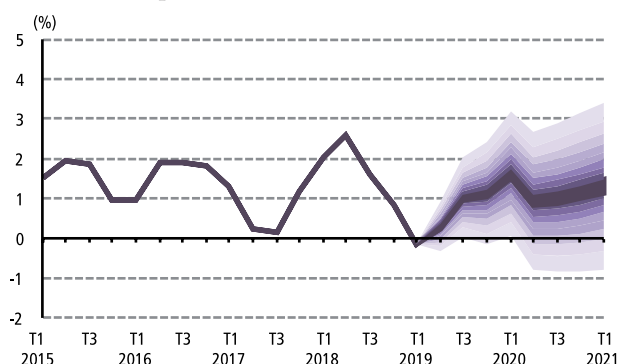
Niveaux relativement faibles de l'inflation à moyen terme, après une accélération en 2018

Les pressions inflationnistes sous-jacentes resteraient faibles en 2019 et devraient se raffermir graduellement à moyen terme, en liaison avec la résorption progressive attendue du cycle négatif de la demande intérieure et la dépréciation prévue du TCER. La composante fondamentale de l'inflation poursuivrait, en effet, son ralentissement à 0,8% en 2019, après un taux de 1,1% en 2018, avant d'augmenter à 1,5% en 2020.

S'agissant des autres composantes, les prix des produits réglementés devraient connaître une augmentation en 2019, incorporant notamment le relèvement opéré de la TIC sur les tabacs, avant de retrouver un taux d'accroissement tendanciel en 2020. Ceux des carburants et lubrifiants devraient, pour leur part, enregistrer des baisses sur l'horizon de prévision, quoiqu'en atténuation comparativement à mars compte tenu notamment des révisions à la hausse des prévisions du cours du pétrole. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, ils termineraient l'année sur une légère baisse, la poursuite prévue à court terme de leur tendance haussière amorcée en avril devant atténuer leur net reflux observé au premier trimestre, avant de se stabiliser en 2020, sous l'hypothèse de la dissipation graduelle des effets de chocs d'offre.

En somme, après s'être établie à 1,9% en 2018, l'inflation reculerait à 0,6% en 2019 avant de s'accélérer modérément à 1,2% en 2020.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2019 - T1 2021)*

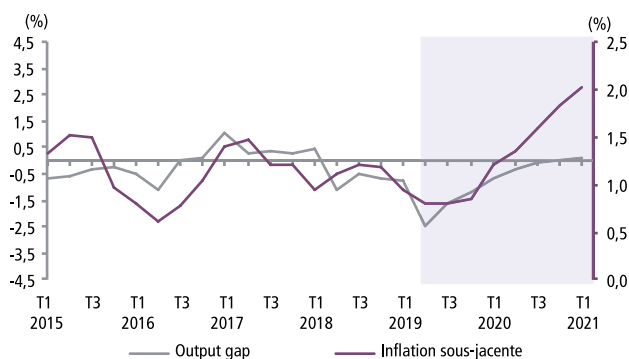
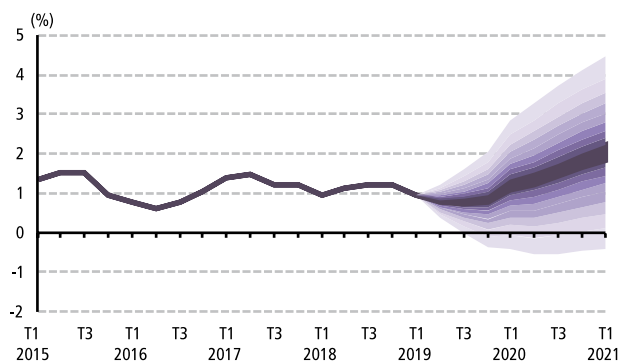


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation

| | Réalizations | | | | Prévisions | | | Ecart (juin/mars) | |
|------------------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|---|-------------------|------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | Horizon de 8 trimestres (T2 2019-T1 2021) | 2019 | 2020 |
| Inflation | 1,6 | 1,6 | 0,7 | 1,9 | 0,6 | 1,2 | 1,1 | 0,0 | 0,1 |
| Inflation sous-jacente | 1,4 | 0,8 | 1,3 | 1,1 | 0,8 | 1,5 | 1,3 | 0,0 | 0,1 |

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap**Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2019 - T1 2021)***

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

7.3 Balance des risques

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

Les incertitudes entourant la trajectoire centrale des prévisions de la croissance nationale ont trait principalement à des facteurs extérieurs, dont notamment des cours plus élevés des produits énergétiques et une dégradation plus prononcée de la demande étrangère. Celle-ci en particulier demeure entourée d'importants risques baissiers, liés en grande partie à l'escalade de la guerre commerciale, aux inquiétudes quant aux modalités du Brexit, ainsi qu'à l'intensification des tensions politiques et géopolitiques. S'agissant des prévisions d'inflation, des cours du pétrole plus élevés que retenu dans le scénario central, suite à un resserrement plus marqué de l'offre mondiale, pourraient induire une hausse de ceux à la consommation, à travers leurs effets directs sur les prix domestiques des carburants et indirects sur les coûts de production. En revanche, un affaiblissement plus important de la demande intérieure et/ou une éventuelle poursuite de l'appréciation du taux de change effectif réel, compte tenu notamment des pressions à la baisse sur les monnaies de certains pays émergents, pourraient entraîner des taux d'inflation inférieurs à ceux retenus dans le scénario central de prévision.

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

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

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

| | | |
|----------------|---|----|
| Graphique 1.7 | : Cours mondial du Brent..... | 19 |
| Graphique 1.8 | : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie | 19 |
| Graphique 1.9 | : Evolution des prix mondiaux du phosphate et engrais..... | 19 |
| Graphique 1.10 | : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro | 20 |
| Graphique 2.1 | : Evolution des exportations du secteur automobile..... | 22 |
| Graphique 2.2 | : Evolution des recettes de voyage | 23 |
| Graphique 2.3 | : Evolution des transferts MRE | 23 |
| Graphique 3.1 | : Evolution du taux interbancaire | 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..... | 27 |
| 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 2019 | 29 |
| Graphique 3.15 | : Evolution 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 | 33 |
| Graphique 4.2 | : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances..... | 34 |
| Graphique 4.3 | : Structure des dépenses ordinaires..... | 34 |
| Graphique 4.4 | : Dépenses d'investissement à fin avril..... | 34 |
| Graphique 4.5 | : Solde budgétaire à fin avril | 34 |
| Graphique 4.6 | : Solde budgétaire et financement à fin avril | 35 |
| Graphique 4.7 | : Endettement du Trésor..... | 35 |
| Graphique 5.1 | : Evolution des dépenses de consommation | 36 |
| Graphique 5.2 | : PIB par composante | 37 |
| Graphique 5.3 | : Contributions des branches d'activité à la croissance | 38 |
| Graphique 5.4 | : Créations d'emplois par secteur | |
| Graphique 5.5 | : Indice du salaire moyen dans le secteur privé | 39 |
| Graphique 5.6 | : SMIG horaire en termes nominaux et réels | 39 |
| Graphique 5.7 | : Output-gap global | 40 |
| Graphique 6.1 | : Inflation et inflation sous-jacente | 41 |
| Graphique 6.2 | : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation | 42 |
| Graphique 6.3 | : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants | 42 |
| Graphique 6.4 | : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables | 43 |
| Graphique 6.5 | : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente | 43 |
| Graphique 6.6 | : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation | 44 |
| Graphique 6.7 | : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises | 44 |
| Graphique 6.8 | : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier | 44 |
| Graphique 6.9 | : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier..... | 44 |
| Graphique 6.10 | : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle..... | 45 |
| Graphique 7.1 | : Croissance dans la zone euro..... | 46 |
| Graphique 7.2 | : Croissance aux Etats-Unis | 46 |

| | | |
|----------------|---|----|
| Graphique 7.3 | : Taux de change USD/EUR | 47 |
| Graphique 7.4 | : Prix du Brent..... | 50 |
| Graphique 7.5 | : Indice FAO des prix des produits alimentaires..... | 50 |
| Graphique 7.6 | : Inflation dans la zone euro..... | 50 |
| Graphique 7.7 | : Inflation aux Etats-Unis | 50 |
| Graphique 7.8 | : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2019 - T1 2021) | 53 |
| Graphique 7.9 | : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2019 - T1 2021) | 54 |
| Graphique 7.10 | : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap..... | 55 |
| Graphique 7.11 | : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2019 - T1 2021) | 55 |

LISTE DES TABLEAUX

| | | |
|-------------|---|----|
| Tableau 1.1 | : Profil trimestriel de la croissance | 17 |
| Tableau 1.2 | : Evolution du taux de chômage | 17 |
| Tableau 1.3 | : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés | 18 |
| Tableau 2.1 | : Evolution des exportations | 21 |
| Tableau 2.2 | : Evolution des importations | 22 |
| Tableau 2.3 | : Evolution des investissements directs | 23 |
| 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 | 33 |
| Tableau 4.2 | : Evolution et exécution des dépenses publiques | 33 |
| Tableau 4.3 | : Financement du déficit | 35 |
| Tableau 4.4 | : Evolution de l'endettement du Trésor | 35 |
| Tableau 5.1 | : Principaux indicateurs du marché de travail..... | 40 |
| Tableau 6.1 | : Evolution de l'inflation et de ses composantes..... | 41 |
| Tableau 6.2 | : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables | 43 |
| Tableau 7.1 | : Principales composantes de la balance des paiements..... | 51 |
| Tableau 7.2 | : Masse monétaire et crédit bancaire | 52 |
| Tableau 7.3 | : Croissance économique | 53 |
| Tableau 7.4 | : Inflation..... | 54 |