



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 48 / 2018

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 25 SEPTEMBRE 2018

Dépôt légal : 2018/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

Préambule	5
Communiqué	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	21
2. Comptes extérieurs	24
2.1 Evolution de la balance commerciale	24
2.2 Autres rubriques de la balance courante	25
2.3 Compte financier	25
3. Monnaie, crédit et marché des actifs	26
3.1 Conditions monétaires	26
3.2 Prix des actifs	30
4. Orientation de la politique budgétaire	33
4.1 Recettes ordinaires	33
4.2 Dépenses	34
4.3 Déficit et financement du Trésor	35
5. Demande, offre et marché du travail	37
5.1 Demande intérieure	37
5.2 Demande extérieure	38
5.3 Offre globale	38
5.4 Marché du travail et capacités de production	39
6. Evolution récente de l'inflation	42
6.1. Evolution de l'inflation	42
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	44
6.3. Anticipations de l'inflation	44
6.4. Prix à l'importation et à la production	45
7. Perspectives à moyen terme	46
Synthèse	46
7.1 Hypothèses sous-jacentes	48
7.2 Projections macroéconomiques	51
7.3 Balance des risques	54
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	56
LISTE DES GRAPHIQUES	57
LISTE DES TABLEAUX	59
LISTE DES ENCADRES	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
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 25 Septembre 2018

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 25 septembre sa troisième réunion trimestrielle de l'année 2018.
2. Lors de cette réunion, il a analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques établies par la Banque pour les huit prochains trimestres.
3. Sur la base de ces évaluations, notamment celles des trajectoires de l'inflation et de la croissance à moyen terme, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur de 2,25% reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
4. Le Conseil a noté, qu'après avoir évolué à des niveaux faibles en 2017, l'inflation a été en hausse sensible au cours des six premiers mois de l'année 2018, tirée par le renchérissement des produits alimentaires à prix volatils et des produits réglementés. Elle devrait connaître une décélération au cours du deuxième semestre pour terminer l'année sur une moyenne de 2,1%. En 2019, avec la dissipation de ces chocs, elle reviendrait à 1,2%. Sa composante sous-jacente, qui mesure la tendance fondamentale des prix, continuerait à évoluer à des niveaux modérés, avoisinant 1% en 2018 et 1,2% en 2019.
5. Au niveau international, l'économie mondiale reste solide mais plusieurs risques à la baisse pèsent sur ses perspectives, liés notamment à l'intensification des tensions commerciales, aux fortes pressions sur les monnaies de certains pays émergents et aux modalités du Brexit. Aux Etats-Unis, la croissance atteindrait 2,8% en 2018, bénéficiant en particulier des mesures fiscales, avant de ralentir à 2% en 2019 et la vigueur du marché du travail se poursuivrait avec des taux de chômage en deçà de leur niveau d'équilibre. Dans la zone euro, l'activité connaîtrait une certaine modération, avec une croissance revenant à 2,1% en 2018 et à 1,7% en 2019, mais l'amélioration de l'emploi continuerait, avec un recul du taux de chômage à 8,4% en 2018 et en 2019, soit son plus bas niveau depuis le début de la crise. Concernant les principaux pays émergents, l'économie chinoise resterait résiliente face aux tensions commerciales, avec toutefois une modération de son rythme de croissance sous l'effet de la politique de rééquilibrage menée par les autorités. En Inde, l'activité devrait s'accélérer avec la dissipation des effets de la démonétisation et de l'institution de la nouvelle taxe sur les biens et services. De son côté, la Russie continuerait à tirer profit des niveaux élevés des cours mondiaux du pétrole, alors que l'économie brésilienne connaîtrait une amélioration moins importante que prévu, impactée en particulier par les grèves des transporteurs routiers.

6. Sur le marché des matières premières, les cours mondiaux du pétrole devraient s'inscrire en baisse en 2019. Après une moyenne de 54,4 \$/bl en 2017, le cours du Brent avoisinerait 69,8 \$/bl en 2018 avant de revenir à 63,8 \$/bl en 2019. Pour les phosphates et dérivés, les prix ont été globalement en hausse au cours des premiers mois de 2018. Pour l'ensemble de l'année, les prévisions de la Banque mondiale datant du mois d'avril tablent sur des accroissements à 390 \$/mt pour le DAP, à 315 \$/mt pour le TSP et à 95 \$/mt pour le phosphate brut. En 2019, les cours devraient connaître de nouvelles mais légères augmentations.
7. Dans ces conditions, l'inflation continuerait à évoluer en deçà de l'objectif de la BCE dans la zone euro, avec un taux prévu à 1,7% en 2018 et à 1,4% en 2019. Aux Etats-Unis, elle se situerait à un niveau proche de l'objectif de 2% de la FED.
8. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a laissé lors de sa réunion du 13 septembre ses taux inchangés, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer une convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs, mais proches de 2%. Elle a également réitéré qu'elle réduira après septembre 2018, le montant de ses achats nets d'actifs à 15 milliards d'euros et qu'elle prévoit de les arrêter à la fin de l'année. Pour sa part, la FED a décidé à l'issue de sa dernière réunion le premier août, de maintenir la fourchette cible des taux des fonds fédéraux inchangée à 1,75%-2% et a réitéré que sa politique reste accommodante, soutenant ainsi les conditions favorables sur le marché du travail et un retour durable à une inflation de 2%.
9. Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2018 font ressortir un ralentissement en glissement annuel de la croissance de 3,5% à 3,2%, recouvrant une décélération de 14,8% à 2,5% de la progression de la valeur ajoutée agricole et une amélioration du rythme des activités non agricoles de 2% à 3,4%. Ces tendances devraient se poursuivre à moyen terme, la croissance nationale devant revenir, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, de 4,1% en 2017 à 3,5% en 2018 et à 3,1% en 2019. La valeur ajoutée agricole s'accroîtrait de 5,1% cette année puis connaîtrait, sous l'hypothèse d'une campagne agricole normale, un recul de 1,6% en 2019. En revanche, les activités non agricoles poursuivraient leur redressement, avec une croissance de 3,3% en 2018 et de 3,7% en 2019.
10. Sur le marché du travail, la situation a connu une relative amélioration au deuxième trimestre en comparaison avec le même trimestre de 2017. L'économie nationale a créé 117 mille postes, dont 53 mille dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 97 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a poursuivi sa baisse, revenant de 47,3% à 47% et le taux de chômage a reculé de 9,3% à 9,1% au niveau national, avec toutefois une accentuation parmi les jeunes citoyens de 15 à 24 ans à 40,5%.
11. S'agissant des comptes extérieurs, les données préliminaires des huit premiers mois de l'année indiquent une poursuite de la dynamique des exportations, portée par l'amélioration des ventes du

secteur automobile et des phosphates et dérivés. Leur progression atteindrait, selon les estimations de BAM, 8,2% au terme de cette année et devrait décélérer à 6,8% en 2019. En parallèle, tiré principalement par une hausse des achats de biens d'équipement et un alourdissement de la facture énergétique, le rythme des importations devrait ressortir à 7,3% sur l'ensemble de l'année avant de ralentir à 3,4% en 2019. Pour leur part, après des augmentations notables en 2017, les recettes de voyages et les transferts des MRE devraient connaître une quasi-stabilité en 2018 et s'accroître de près de 4% en 2019. Tenant compte d'entrées de dons des partenaires du CCG prévues à 4,8 milliards de dirhams cette année et à 2,1 milliards l'année prochaine, le déficit du compte courant se creuserait à 4% du PIB en 2018 et s'atténuerait à 3,7% en 2019. Les réserves internationales nettes devraient quasiment se stabiliser à près de 240,8 milliards de dirhams à fin 2018 et atteindraient 252,3 milliards au terme de 2019. Leur couverture en mois d'importations de biens et services se situerait ainsi à 5 mois et 10 jours puis à 5 mois et 18 jours respectivement.

12. Au plan monétaire, le cours du dirham s'est apprécié de 1,9% contre l'euro sur les 8 premiers mois de l'année et s'est déprécié de 0,9% vis-à-vis du dollar américain. Dans ces conditions, le taux de change effectif s'est apprécié, au cours du deuxième trimestre, de 1,4% en termes nominaux et de 0,9% en termes réels. Quant aux taux débiteurs, ils ont connu une baisse trimestrielle de sept points de base, tirée par celle des taux appliqués aux entreprises, avec en particulier un recul de 31 points pour les prêts accordés aux très petites, petites et moyennes entreprises. En revanche, les taux appliqués aux particuliers ont connu une hausse de 31 points. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, son rythme d'accroissement est resté quasi-stable d'un mois à l'autre à 3,5% en juillet. Il devrait terminer l'année sur une hausse de 4% et s'accélérer légèrement à 4,5% en 2019.
13. Au niveau des finances publiques, les données arrêtées à fin août font ressortir un déficit budgétaire de 27,8 milliards de dirhams, en creusement de 1,9 milliard par rapport à la même période en 2017. Les dépenses globales se sont alourdies de 2,2%, reflétant principalement l'augmentation des dépenses de biens et services et des transferts aux collectivités territoriales. Parallèlement, la progression des recettes ordinaires s'est limitée à 0,4%, recouvrant une amélioration des recettes fiscales et une baisse de celles non fiscales. Dans ces conditions, la prévision de BAM pour le déficit budgétaire a été revue à la hausse à 3,7% du PIB en 2018. En 2019, ce déficit reviendrait à 3,3% du PIB, sous l'hypothèse de la poursuite des efforts de maîtrise des dépenses et de mobilisation des ressources.

APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par les incertitudes liées notamment à l'intensification des tensions commerciales et de fortes pressions sur les monnaies de certains pays émergents, les économies avancées sont restées solides au deuxième trimestre de 2018. La croissance s'est accélérée d'un trimestre à l'autre aux Etats-Unis de 2,6% à 2,9%, soutenue par la consommation des ménages et les exportations. Dans la zone euro, malgré une certaine modération, l'économie demeure vigoureuse soutenue par l'amélioration de l'emploi et les conditions de financement favorables, la croissance s'étant établie à 2,1% après 2,4%. Par ailleurs, le PIB s'est accru de 1,3% après 1,2% au Royaume-Uni et de 1,3% après 1,1% au Japon.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a ralenti de 6,8% à 6,7% en Chine et de 1,2% à 1% au Brésil, alors qu'elle s'est accélérée de 1,3% à 1,9% en Russie et de 7,6% à 8% en Inde, à la faveur de l'amélioration de la consommation des ménages et de l'investissement.

Sur le marché du travail, les conditions sont restées favorables dans les pays avancés. Le taux de chômage s'est stabilisé à 3,9% aux Etats-Unis en août, avec une création de 201 mille emplois. Dans la zone euro, ce taux s'est stabilisé à 8,2% en juillet, son niveau le plus faible depuis décembre 2008.

Au niveau des marchés boursiers, les indices ont connu des évolutions divergentes entre juillet et août, avec notamment des hausses de 2,6% et de 0,5% du Dow Jones et du NIKKEI 225 et des baisses de 0,6% pour l'EUROSTOXX50 et de 0,4% pour le FTSE 100. Concernant les économies émergentes, le MSCI EM a accusé un recul, avec notamment des diminutions de 19% pour l'indice de la Turquie, dont la monnaie subit de fortes pressions à la baisse et de 4,8% pour celui de la Chine.

Sur le marché de la dette souveraine, impactés par la montée des risques, les taux de rendement des bons à 10 ans des pays avancés ont été globalement en hausse entre juillet et août, passant de 0,61% à 0,64% pour la France, de 1,3% à 1,4% pour l'Espagne, de 0,5% à 0,6% pour l'Irlande, de 4,4% à 4,6% pour la Grèce et de 2,7% à 3% pour l'Italie. Pour sa part, le taux des bons du Trésor américain de même maturité a stagné à près de 2,8%.

Sur les marchés de change, l'euro s'est déprécié entre juillet et août de 1,2% vis-à-vis du dollar et de 1,6% par rapport au yen japonais, en lien avec la crise politique en Italie et l'intensification des tensions commerciales, tandis qu'il s'est apprécié de 1,1% contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles ont connu des dépréciations importantes par rapport au dollar avec en particulier une chute de 19% de la livre turque. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression annuel s'est stabilisé en juillet à 3,9% aux Etats-Unis et à 3% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, les cours internationaux ont enregistré une baisse généralisée. Le prix du pétrole s'est établi à 73,1 dollars le baril en moyenne en août, en baisse de 1,8% par rapport à juillet. Cette évolution serait le résultat d'une hausse des stocks aux Etats-Unis et des craintes liées à l'impact des tensions commerciales sur la croissance mondiale. Pour les produits hors énergie, leurs cours ont enregistré un recul de 0,6% en glissement annuel, reflétant une baisse de 4,2% des cours des métaux et minerais et de 0,2% des

produits agricoles. S'agissant des phosphates et dérivés, les cours ont progressé d'un mois à l'autre de 0,7% pour le brut, de 2,1% pour le DAP, de 4,1% pour le TSP et de 3% pour l'urée. En revanche, le prix du chlorure de potassium est resté stable depuis un an.

Dans ces conditions, l'inflation a décéléré en août de 2,1% à 2% dans la zone euro, et a reculé de 2,9% à 2,7% aux Etats-Unis.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 13 septembre de maintenir ses taux inchangés, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs, mais proches de 2% à moyen terme. La BCE a également confirmé qu'elle réduira après septembre 2018, le rythme mensuel des achats nets d'actifs de 30 milliards d'euros à 15 milliards et prévoit d'arrêter ces achats à fin décembre 2018. De même, la FED a maintenu en août la fourchette cible des taux des fonds fédéraux inchangée à 1,75%-2% et a réitéré que sa politique reste accommodante, soutenant ainsi les conditions favorables du marché du travail et un retour durable de l'inflation à 2%.

Au plan national, les données provisoires des comptes extérieurs relatives à fin août 2018 indiquent la poursuite de la dynamique des exportations, avec notamment une amélioration de 17,7% des ventes du secteur automobile et de 17,6% pour celles des phosphates et dérivés. Pour ce qui est des importations, elles ont augmenté de 10,2%, tirées principalement par une hausse de 12,5% des achats de biens d'équipement et un alourdissement de 18,8% de la facture énergétique. Pour les autres principales composantes du compte courant, le rythme d'accroissement des recettes de voyage et des transferts des MRE a connu une nette décélération depuis le début d'année à 1,2% et 1% respectivement. Quant aux principales opérations financières, le flux net d'IDE a accusé un repli de 18,6%, lié à une baisse de 7,3% des recettes et une hausse de 28,5% des cessions. Les réserves de change se sont établies à 225,8 milliards de dirhams à fin août, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

Dans ces conditions, le besoin de liquidité bancaire s'est accentué à 76,3 milliards en août. Bank Al-Maghrib a ainsi augmenté le volume de ses injections, le portant à 77,9 milliards permettant de maintenir le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire proche du taux directeur. Les conditions monétaires ont été également caractérisées, au cours du deuxième trimestre, par une appréciation du taux de change effectif réel et une diminution des taux débiteurs. Dans ce contexte, le crédit au secteur non financier a progressé de 3,5% en juillet, un rythme quasi-stable comparativement à juin. Compte tenu également du ralentissement des créances sur l'administration centrale, l'agrégat M3 s'est accru de 4,5%.

Sur le volet des finances publiques, les données à fin août font ressortir un déficit budgétaire de 27,8 milliards de dirhams, en creusement de 1,9 milliard par rapport à la même période de 2017. Les dépenses globales se sont alourdies de 2,2%, reflétant principalement la hausse des dépenses des autres biens et services, des transferts aux collectivités territoriales et de la charge de compensation. Parallèlement, la progression des recettes ordinaires s'est limitée à 0,4%, recouvrant une amélioration des recettes fiscales et une régression de celles non fiscales. Tenant compte de la réduction de 2,6 milliards des dépenses en instance, le Trésor a enregistré un déficit de caisse de 30,4 milliards, en allègement de 3 milliards par rapport à la même période de 2017. Ce besoin ainsi que le flux net

extérieur négatif de 3,1 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 33,6 milliards. Par conséquent, la dette publique directe aurait augmenté à fin août de 3,3% par rapport à son niveau de décembre 2017.

Au plan des comptes nationaux, les données du premier trimestre 2018 font ressortir un ralentissement de la croissance de 3,5% à 3,2%, sous l'effet d'une forte décélération de 14,8% à 2,5% de la valeur ajoutée agricole. S'agissant des activités non agricoles, leur rythme de progression s'est accéléré de 2% à 3,4%. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages a marqué un net ralentissement de 5% à 3%, alors que celle des administrations publiques s'est accrue de 2% après 1,6%. Pour l'investissement, il a augmenté de 9,7% au lieu de 6,2% une année auparavant. De leur côté, les exportations nettes en volume ont contribué négativement à la croissance à hauteur de 1,9 point de pourcentage au lieu de 1,5 point.

Dans ce contexte, la situation sur le marché du travail a été marquée par une relative amélioration avec une création de 117 mille postes au deuxième trimestre 2018, dont 53 mille dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 97 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage a reculé de 9,3% à 9,1%.

Sur le marché immobilier, les prix se sont stabilisés au deuxième trimestre 2018, recouvrant une hausse pour les terrains et des baisses pour les biens résidentiels et ceux à usage professionnel. Quant aux transactions, elles ont marqué une augmentation de 0,4%, reflétant particulièrement une hausse des ventes des biens résidentiels et une diminution de celles portant sur les actifs professionnels et les terrains. Concernant le marché boursier, le MASI a marqué une contreperformance de 9,1% au deuxième trimestre, et le volume des transactions sur le marché central s'est chiffré à 13 milliards de dirhams, en diminution de 12,2% par rapport à la même période de l'année précédente.

Pour ce qui est de l'inflation, et comme prévu dans le dernier Rapport sur la politique monétaire, elle s'est accélérée de 2% au premier trimestre à 2,6% au deuxième trimestre 2018. Les données récentes indiquent un ralentissement à 2,1% en juillet et à 1,7% en août, tiré principalement par la décélération des prix des produits alimentaires à prix volatils. L'inflation sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale, est restée modérée, s'établissant à 1% en juillet et à 1,2% en août.

En termes de perspectives, l'activité économique mondiale devrait continuer de croître à un rythme soutenu en 2018, mais ralentirait en 2019. Aux Etats-Unis, après un taux de 2,2% en 2017, la croissance atteindrait 2,8% en 2018, soutenue par les réformes fiscales, avant de ralentir à 2% en 2019, sous l'effet de la dissipation de l'impact de ces dernières et de la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED. Dans la zone euro, la croissance connaîtrait une modération à moyen terme, revenant de 2,5% à 2,1% en 2018 et à 1,7% en 2019, en lien en partie avec les incertitudes entourant les relations commerciales mondiales et le durcissement des conditions monétaires prévu à partir de 2019. Sur le marché du travail, la situation resterait favorable avec des taux de chômage bas aux Etats-Unis et en baisse dans la zone euro.

S'agissant des pays émergents, l'activité devrait pâtir des incertitudes planant sur l'économie mondiale et des pressions que subissent leurs monnaies. En particulier en 2018, la croissance devrait connaître une amélioration

moins importante que prévu au Brésil, et en Russie, elle continuerait à être supportée essentiellement par les niveaux élevés des cours mondiaux du pétrole. Quant à la Chine, son économie resterait résiliente tout en poursuivant sa décélération sous l'effet de la politique de rééquilibrage de son économie.

Sur le marché des matières premières, la tendance haussière des cours du pétrole devrait s'inverser en 2019. Après une moyenne 54,4 \$/bl en 2017, le cours du Brent avoisinerait 69,8 \$/bl en 2018 avant de revenir à 63,8 \$/bl en 2019, sous l'hypothèse d'une augmentation de la production, notamment aux Etats-Unis, conjuguée à la décélération prévue de l'activité mondiale. Pour ce qui est des produits alimentaires, les prix enregistreraient de légères baisses sur l'horizon de prévision. S'agissant des phosphates et dérivés, les prix devraient augmenter en 2018 à 390 \$/mt pour le DAP et à 315 \$/mt pour le TSP et ceux du phosphate brut ressortiraient autour de 95 \$/mt. En 2019, les cours devraient connaître de nouvelles, mais légères, hausses. Dans ces conditions, et tenant compte particulièrement de la consolidation de la demande intérieure, l'inflation devrait se situer à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED aux Etats-Unis, et s'établirait dans la zone euro à des niveaux inférieurs à celui de la BCE.

Au niveau national, la dynamique des exportations se poursuivrait à moyen terme avec une progression de 8,2% en 2018 et de 6,8% en 2019, tirée par la poursuite de la performance des phosphates et dérivées en 2018 et par la hausse prévue des ventes du secteur automobile avec la mise en production de l'usine Peugeot attendue en 2019. En parallèle, les importations augmenteraient de 7,3% en 2018 et de 3,4% en 2019. Pour ce qui est des recettes de voyages et des transferts des MRE, ils devraient rester en 2018 proches de leur niveau réalisé en 2017, avant de s'accroître de près de 4% en 2019. Tenant compte d'entrées de dons des partenaires du CCG prévues à 4,8 milliards de dirhams en 2018 et à 2,1 milliards en 2019, le déficit du compte courant se creuserait à 4% du PIB en 2018 et s'allègerait à 3,7% en 2019. Pour ce qui est des IDE, l'hypothèse d'afflux équivalents à 3,6% du PIB en 2018 et en 2019 a été maintenue.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales resterait quasi-stable à 240,8 milliards de dirhams à fin 2018 et atteindrait 252,3 milliards au terme de 2019. Sa couverture en mois d'importations de biens et services se situerait ainsi à 5 mois et 10 jours et à 5 mois et 18 jours respectivement.

Tenant compte de ces évolutions et de la hausse de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait se creuser à 56,9 milliards de dirhams à fin 2018 et se stabiliserait à ce niveau en 2019. Quant aux conditions monétaires, elles resteraient appropriées, avec en particulier une poursuite de la dépréciation du taux de change effectif réel en 2018. Pour sa part, le crédit au secteur non financier poursuivrait sa progression modérée, avec des taux prévus à 4% en 2018 et à 4,5% en 2019.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire a été revu à la hausse à 3,7% du PIB en 2018, suite à la révision à la baisse des recettes fiscales et de l'hypothèse relative aux dons des pays du CCG. En 2019, il s'atténuerait à 3,3%, sous l'effet des efforts de maîtrise des dépenses et de mobilisation des ressources.

Après un taux de 4,1% en 2017, la croissance économique nationale devrait ralentir à 3,5% en 2018 et à 3,1% en 2019, reflétant principalement une hausse de 5,1% en 2018 et un repli de 1,6% en 2019 de la valeur ajoutée

agricole. En revanche, les activités non agricoles poursuivraient leur redressement, avec une hausse de leur valeur ajoutée de 3,3% en 2018 et de 3,7% en 2019. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait à soutenir la croissance, alors que les exportations nettes en volume contribueraient négativement à la croissance.

Dans ce contexte, l'inflation s'accélérait de 0,7% en 2017 à 2,1% en 2018, portée par une hausse sensible des prix des produits exclus de sa composante sous-jacente, avant de revenir à 1,2% en 2019. Sa tendance fondamentale devrait décélérer à 1% en 2018, en lien avec le ralentissement de la hausse des prix de certains produits alimentaires, avant de passer à 1,2% en 2019.

Le scénario central des prévisions reste entouré de plusieurs risques avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. Ainsi la croissance risque d'être impactée négativement par une décélération de la demande étrangère adressée au Maroc, en raison de plusieurs facteurs, notamment l'intensification de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et certains de ses partenaires, la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les difficultés politiques dans certains pays de la zone euro ainsi que les incertitudes persistantes entourant les modalités du Brexit. Pour l'inflation, un renchérissement important des produits énergétiques à l'international et d'éventuelles conséquences au titre du dialogue social induiraient une hausse plus rapide des prix.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'environnement économique international est marqué ces derniers mois par une accentuation des tensions commerciales, avec un recours accru aux mesures protectionnistes, par des perturbations sur les marchés financiers liées à la dépréciation des monnaies des pays émergents consécutivement à la chute de la livre turque, ainsi que par la persistance des tensions géopolitiques en lien en particulier avec le rétablissement des sanctions américaines contre l'Iran. Ces évolutions se sont traduites par une montée de l'aversion au risque sur le marché obligataire et par des contreperformances des marchés boursiers.

Malgré ces perturbations, l'économie mondiale reste globalement solide, les données du deuxième trimestre indiquant la poursuite de la dynamique de l'activité dans les principaux pays avancés. Ainsi, la croissance s'est raffermie aux Etats-Unis et reste vigoureuse dans la zone euro et au Royaume-Uni malgré un contexte d'incertitudes sur les modalités du Brexit. Au niveau des principales économies émergentes, la croissance a reculé en Chine et au Brésil et s'est accélérée en Inde et en Russie.

Sur les marchés de l'emploi, la situation reste solide dans les pays avancés, le taux de chômage s'étant stabilisé à 3,9% en août aux Etats-Unis et à 8,2% en juillet dans la zone euro, soit son niveau le plus faible depuis décembre 2008.

Par ailleurs, les cours internationaux des matières premières se sont globalement orientés à la baisse en août. Plus particulièrement, le prix du pétrole a reculé en lien notamment avec la hausse des stocks aux Etats-Unis et les craintes que les tensions commerciales pénalisent la croissance mondiale. Dans ces conditions, l'inflation a décéléré tant aux Etats-Unis que dans la zone euro. Ces évolutions laissent indiquer globalement la modération des tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Au deuxième trimestre 2018, la croissance a poursuivi son accélération aux Etats-Unis à la faveur en partie de la réforme fiscale adoptée fin 2017. En effet, le PIB s'est accru de 2,9% en glissement annuel après 2,6%, porté notamment par la bonne tenue de la consommation des ménages et des exportations. Dans la zone euro, et tout en restant vigoureuse, la croissance a décéléré à 2,1% après 2,4% un trimestre auparavant. Ce ralentissement traduit notamment le recul de la croissance de 2,1% à 1,7% en France, de 2,1% à 2% en Allemagne, de 1,4% à 1,2% en Italie et de 3% à 2,7% en Espagne.

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

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

Source : Thomson Reuters.

En revanche, et malgré les incertitudes liées notamment au Brexit (Encadré 1.1), l'activité économique s'est légèrement consolidée au Royaume-Uni, le PIB ayant progressé de 1,3% après 1,2%, en liaison avec la reprise de la consommation des ménages et de l'investissement. Au Japon, la croissance s'est accélérée de 1,1% à 1,3%, tirée principalement par la reprise des investissements privés non résidentiels. S'agissant des principaux pays émergents, l'économie chinoise est demeurée résiliente malgré les tensions commerciales avec les Etats-Unis, la croissance ayant légèrement ralenti au deuxième trimestre de 6,8% à 6,7%. Pour sa part, la croissance au Brésil a affiché sa deuxième baisse successive, reculant de 1,2% à 1,0%, sous l'effet principalement des grèves des transporteurs et des incertitudes autour des élections présidentielles. En Inde, et après avoir subi en 2017 les effets de la démonétisation de certains billets de banque et de la nouvelle taxe sur les biens et services, l'activité économique s'est raffermie en 2018, la croissance ayant atteint 8% au deuxième trimestre après 7,6%, à la faveur de l'amélioration de la consommation des ménages et de l'investissement. De même, la croissance en Russie s'est à nouveau accélérée, s'établissant à 1,9% après 1,3% enregistré au premier trimestre.

Encadré 1.1 : Les conséquences à terme du Brexit pour l'Union européenne

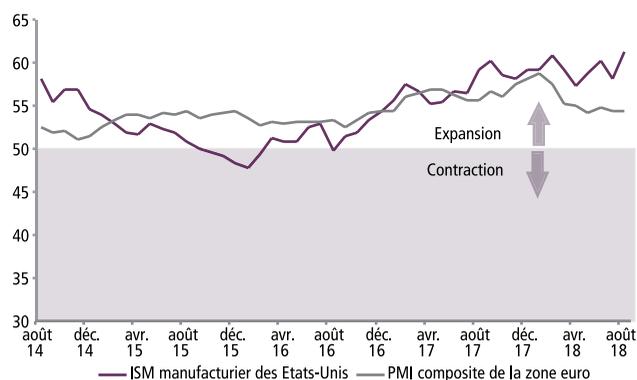
Le Royaume-Uni est l'un des premiers partenaires commerciaux de l'UE à 27 dont il représente environ 13% des échanges de biens et services. Outre leur relation commerciale bilatérale, l'UE et le Royaume-Uni partagent également des maillons très importants de la chaîne d'approvisionnement qui impliquent plusieurs pays. Les interconnexions financières sont également conséquentes, le montant brut des flux bilatéraux de capitaux ayant totalisé environ 52% du PIB de l'UE en 2016. Les mouvements migratoires sont devenus également importants pour certains pays, notamment l'Irlande. Le Brexit aura donc des conséquences négatives sur le revenu et l'emploi dans l'UE, quel que soit l'accord final.

Selon des estimations du FMI, si le Royaume-Uni et l'UE s'entendent sur un accord de libre-échange (ALE) classique, avec de faibles droits de douane pour le commerce des biens mais assorti d'obstacles non tarifaires plus stricts, la production réelle de l'UE diminuerait à terme de 0,8% par rapport à un scénario sans Brexit, et l'emploi de 0,3%. Si les parties s'en remettent aux règles de l'OMC, les baisses à long terme de la production réelle et de l'emploi seraient plus importantes encore. Elles sont estimées respectivement à 1,5% et 0,7%. En revanche, dans un scénario de type « Norvège » (Espace économique européen, EEE), où l'adhésion à l'union douanière prend fin mais l'accès au marché unique est préservé, la diminution de la production et de l'emploi dans l'UE à 27 serait négligeable.

Plus un pays échange avec le Royaume-Uni, plus le Brexit affectera sa production. Ainsi, dans le scénario d'un ALE, la production réelle de l'UE à 27 diminuerait à terme de 0,2% par rapport au scénario sans Brexit, l'Irlande payant le plus lourd tribut (environ 2,5% de ses revenus), suivie par les Pays-Bas, le Danemark, la Belgique et la République tchèque. Ces estimations augmentent dans l'hypothèse d'un recours aux règles de l'OMC : la baisse de la production par rapport à un scénario sans Brexit s'élèverait à 0,5% pour l'UE à 27 et à 4% pour l'Irlande en particulier, compte tenu du durcissement considérable des obstacles tarifaires et non tarifaires.

Par ailleurs, les indicateurs de haute fréquence relatifs au troisième trimestre font ressortir une amélioration de l'activité économique dans les pays avancés. Ainsi, l'indice PMI composite de la zone euro s'est inscrit en hausse, pour s'établir à 54,5 points en août contre 54,3 points en juillet. De même, les données de l'ISM manufacturier des Etats-Unis indiquent une progression à 61,3 points après 58,1 points enregistrés un mois auparavant.

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



Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

L'amélioration des conditions sur les marchés du travail s'est poursuivie dans les pays avancés. Aux Etats-Unis, le taux de chômage s'est stabilisé à 3,9% en août, avec une hausse des créations d'emplois à 201.000 postes contre 147.000 postes le mois précédent. Dans la zone euro, les dernières données de juillet font ressortir une stagnation du taux de chômage à 8,2%, soit son niveau le plus faible enregistré depuis décembre 2008. Par pays, ce taux s'est stabilisé à 3,4% en Allemagne, alors qu'il a baissé de 10,8% à 10,4% en Italie et de 15,2% à 15,1% en Espagne. Il a en revanche augmenté en France à 9,2% après 9,1% un mois auparavant. Au Royaume-Uni, les données du mois de juin indiquent une hausse du taux de chômage à 4%.

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

	2016	2017	2018		
			juin	juillet	août
Etats-Unis	4,9	4,4	4,0	3,9	3,9
Zone euro	10,0	9,1	8,2	8,2	n.d
France	10,1	9,4	9,1	9,2	n.d
Allemagne	4,1	3,8	3,4	3,4	n.d
Italie	11,7	11,2	10,8	10,4	n.d
Espagne	19,6	17,2	15,2	15,1	n.d
Royaume-Uni	4,8	4,4	4,0	n.d	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

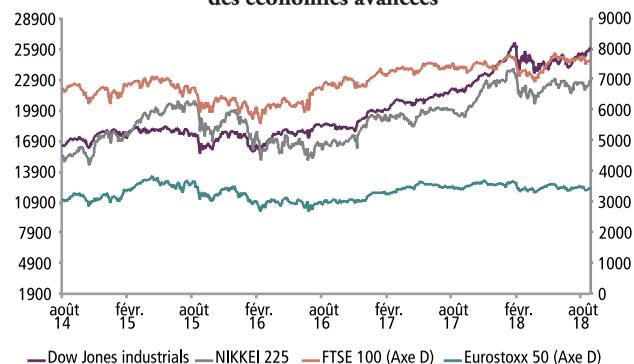
1.2 Conditions monétaires et financières

Dans un contexte marqué par des tensions géopolitiques et une accentuation des incertitudes, les marchés boursiers internationaux ont connu des évolutions divergentes et une hausse de la volatilité. L'EUROSTOXX50 a diminué entre juillet et août de 0,6% et le FTSE 100 de 0,4%, alors que le Dow Jones et le NIKKEI 225 ont marqué des hausses de 2,6% et de 0,5% respectivement. Par ailleurs, la chute de la livre turque sur fond de crise diplomatique entre les Etats-Unis et la Turquie a secoué les principales bourses des pays émergents, suscitant les craintes d'une contagion. Le MSCI EM a accusé un recul de 1,5%, reflétant principalement des baisses de 19% de l'indice de la Turquie et de 4,8% de celui de la Chine.

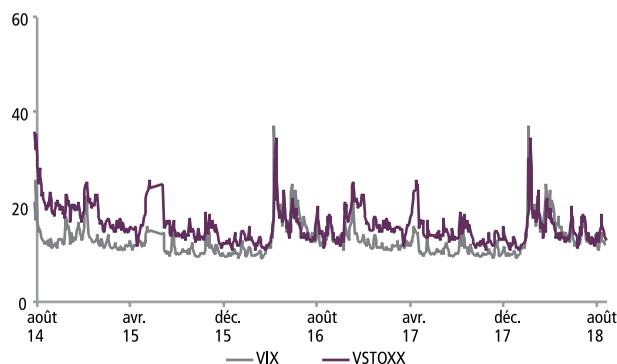
Sur le marché obligataire, la montée de l'aversion au risque s'est traduite par une hausse des taux de rendement en août dans certains pays européens. A l'exception de l'Allemagne où il a stagné à 0,3%, le taux de rendement à 10 ans a progressé de 0,61% à 0,64% pour la France, de 1,3% à 1,4% pour l'Espagne, de 0,5% à 0,6% pour l'Irlande et de 4,4% à 4,6% pour la Grèce. En Italie plus particulièrement, la crise politique s'est reflétée sur le marché de la dette, le taux de rendement ayant progressé de 2,7% à 3%. Pour sa part, le taux des bons du Trésor américain a stagné à près de 2,8%.

S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement souverain à 10 ans a enregistré entre juillet et août une hausse de 17,1% à 20% pour la Turquie et de 10,4% à 10,7% pour le Brésil, tandis qu'il a stagné en Chine et en Inde à respectivement 3,5% et 7,8%.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées

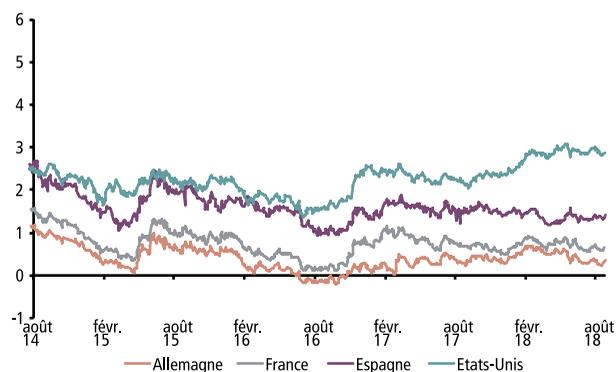


Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX

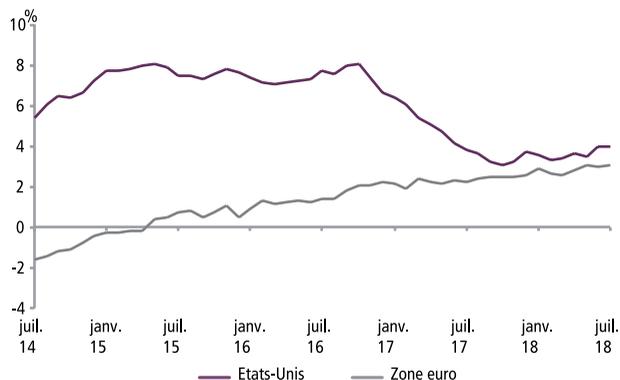


Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,3%, et le Libor de même maturité à 2,3%. Le crédit bancaire a, quant à lui, vu son rythme annuel se stabiliser en juillet à 3,9% aux Etats-Unis et à 3% dans la zone euro.

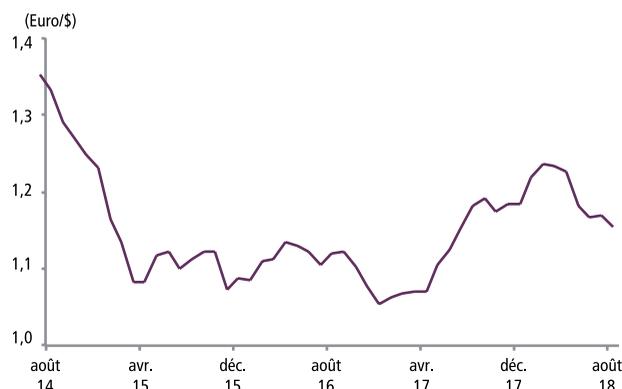
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



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



Sur les marchés de change, la décélération de l'activité économique dans la zone euro conjuguée à l'accroissement des inquiétudes liées aux tensions commerciales et à la crise politique en Italie, a pesé sur l'évolution de l'euro qui s'est déprécié entre juillet et août de 1,2% vis-à-vis du dollar et de 1,6% par rapport au yen japonais. En revanche, il s'est légèrement apprécié de 1,1% contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles se sont inscrites en dépréciation par rapport au dollar à des taux de 2,6% pour le real brésilien, de 1,3% pour la roupie indienne, de 2% pour le yuan chinois et de 19% pour la livre turque (Encadré 1.2).

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar

S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 13 septembre de maintenir ses taux inchangés, en indiquant qu'ils resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 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 également réaffirmé que ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs devraient se poursuivre jusqu'à fin septembre 2018 au rythme mensuel de 30 milliards d'euros. Elle prévoit qu'après septembre 2018, le rythme mensuel des achats sera réduit à 15 milliards d'euros, jusqu'à fin décembre 2018, et que si les données lui parvenant confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, ces achats arriveront à leur terme.

Quant à la FED, elle a décidé le 1er août de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 1,75%-2% et a réitéré que sa politique resterait accommodante, soutenant ainsi la vigueur du marché du travail et un retour durable de l'inflation à 2%.

De son côté, lors de sa réunion du 12 septembre, la Banque d'Angleterre a décidé de maintenir inchangé son taux directeur à 0,75%. Elle a également décidé de garder le stock d'achats d'obligations du gouvernement

britannique à 435 milliards de livres sterling et celui des achats d'obligations notées «investment-grade» d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling.

Au niveau des pays émergents, la Banque de Réserve de l'Inde a décidé le 1er août de relever son taux directeur de 25 points de base à 6,5% et ce, dans un contexte de hausse de l'inflation. De même, la Banque centrale de Russie a relevé le 14 septembre son taux directeur de 0,25 point de pourcentage pour le porter à 7,5%, tout en évoquant le risque d'une accélération de l'inflation et de la volatilité du rouble. Quant à la Banque centrale du Brésil, elle a maintenu le 19 septembre son taux directeur à 6,5%, tout en soulignant que l'évolution de l'activité économique, la croissance évoluant à un rythme plus lent que prévu, préconise le maintien du taux à son niveau actuel et que les prochaines étapes de la politique monétaire continueront de dépendre de l'évolution de l'activité économique et des prévisions d'inflation.

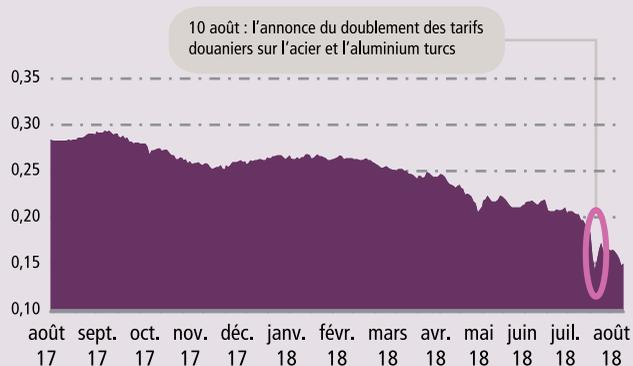
Encadré 1.2 : La crise monétaire en Turquie

La récente accentuation des tensions diplomatiques entre la Turquie et les Etats-Unis a provoqué un effondrement de la livre turque à des niveaux record. En effet, réclamant la libération du pasteur américain accusé par la Turquie d'espionnage et de terrorisme, les Etats-Unis ont décidé, le vendredi 10 août, de doubler les tarifs douaniers sur leurs importations d'acier et d'aluminium turcs.

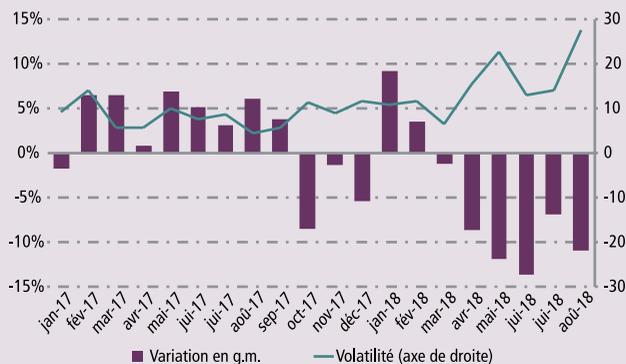
En conséquence, la livre turque a perdu 14% de sa valeur vis-à-vis du dollar en ce jour, cumulant ainsi une perte de près de 23% depuis début août. De même, le marché boursier a enregistré ses plus fortes baisses journalières depuis 2013. L'indice MSCI Turquie ressort, en effet, en repli de 19% d'un mois à l'autre en août et sa volatilité¹ s'est nettement accrue, passant de 14,2 à 27,5.

¹ Mesurée par l'écart-type.

Graphique E.1.2.1 : Taux de change livre turque/dollar



Graphique E.1.2.2 : L'indice MSCI Turquie



Source : Thomson Reuters.

Sous l'effet de la chute de la livre, l'inflation s'est envolée à 17,9% en août, soit son plus haut niveau depuis fin 2003. La Turquie a annoncé des mesures similaires sur un certain nombre de produits américains (boissons alcoolisées, voitures, tabac, riz, charbon...etc.) avec un relèvement des tarifs douaniers allant de 14% à 140%. Parallèlement, la Banque centrale de la République de Turquie (BCRT) a publié le 3 septembre un communiqué informant qu'elle prendra les mesures nécessaires pour soutenir la stabilité des prix et qu'elle ajustera son orientation de la politique monétaire lors de sa prochaine réunion. Ainsi, elle a décidé, le 13 septembre, de relever de 625 points de base son taux directeur à 24%. Il est à rappeler qu'à partir du 1^{er} juin, la BCRT a adopté, pour des raisons de simplification, le taux repo à une semaine comme son principal taux. Ce dernier a été relevé le 7 juin de 16,5% à 17,75% et lors de la réunion du 24 juillet, a été gardé inchangé à ce même niveau.

Graphique E.1.2.3 : Inflation et décisions de politique monétaire



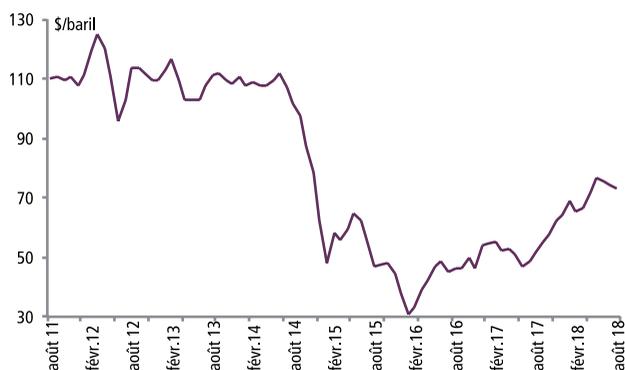
Sources : BCRT & Turkstat.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sous l'effet de la hausse des stocks du pétrole aux Etats-Unis en début du mois et des craintes que les tensions commerciales pénalisent la croissance mondiale (Encadré E. 1.3), le cours du Brent a poursuivi son repli pour s'établir à 73,1 dollars en moyenne au cours du mois d'août. Il ressort ainsi en baisse de 1,8% par rapport à juillet, mais en hausse de 42,4% en glissement annuel.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent en dollars

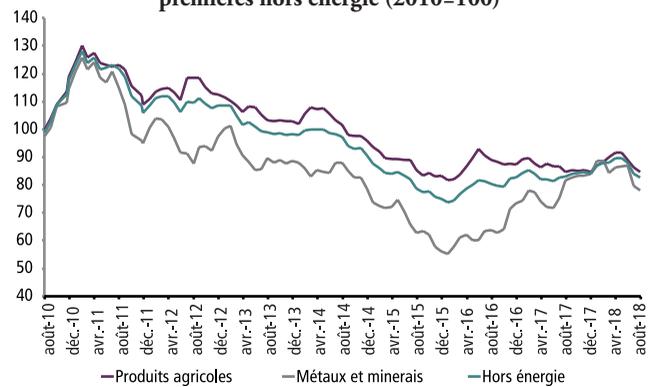


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les prix des produits hors énergie ont légèrement reculé de 0,6% en août en glissement annuel, recouvrant une baisse de 4,2% des cours des métaux et minerais et une hausse de 0,2% de ceux agricoles. En particulier, le prix du blé a progressé de 8,4% par rapport à juillet et de 38,2% en glissement annuel.

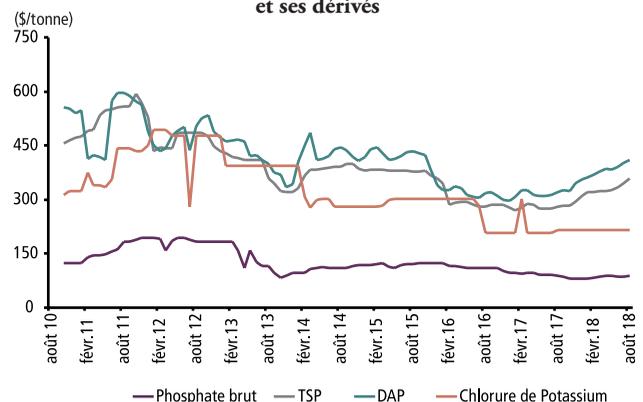
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Au niveau du marché international du phosphate et engrais, un renchérissement quasi-généralisé a été enregistré au cours du mois d'août, avec des taux de 0,7% à 87,5\$ pour le phosphate brut, de 2,1% à 409\$ pour le DAP, de 4,1% à 358\$ pour le TSP et de 3% à 260\$ pour l'urée. Le prix du chlorure de potassium continue de stagner depuis un an à 215,5\$. En variation annuelle, les données font ressortir, d'une part, des hausses des prix de 27,5% pour le DAP, de 27,4% pour le TSP et de 35% pour l'urée et d'autre part, un repli de 1,4% de celui du phosphate brut.

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



Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Durant le mois d'août, l'inflation dans la zone euro a décéléré de 2,1% à 2%, reflétant des baisses de 2,1% à 1,9% en Allemagne, de 2,3% à 2,2% en Espagne

et de 1,9% à 1,6% en Italie, ainsi qu'une stagnation à 2,6% en France. Pour ce qui est des autres principales économies avancées, l'inflation a reculé de 2,9% à 2,7% aux Etats-Unis et s'est accrue de 2,5% à 2,7% au Royaume-Uni et de 0,9% à 1,3% au Japon. Au niveau des pays émergents, l'inflation s'est accélérée en août de 2,1% à 2,3% en Chine et de 2,5% à 3% en Russie. En revanche, elle a reculé de 4,2% à 3,7% en Inde et de 4,5% à 4,2% au Brésil.

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



Source : Eurostat et BLS

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

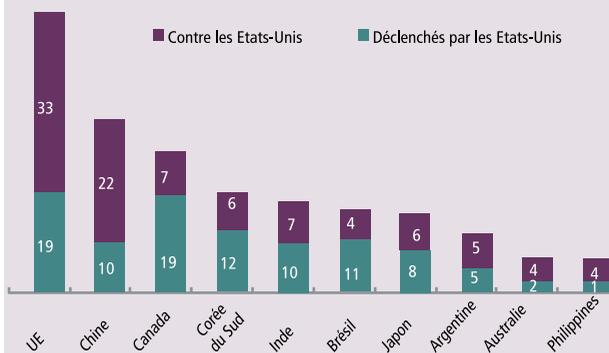
	2016	2017	2018		
			juin	juillet	août
Etats-Unis	1,3	2,1	2,9	2,9	2,7
Zone Euro	0,2	1,5	2,0	2,1	2,0
Allemagne	0,4	1,7	2,1	2,1	1,9
France	0,3	1,2	2,3	2,6	2,6
Espagne	-0,2	2,0	2,3	2,3	2,2
Italie	-0,1	1,3	1,4	1,9	1,6
Royaume-Uni	0,7	2,7	2,4	2,5	2,7
Japon	-0,1	0,5	0,7	0,9	1,3

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

Encadré 1.3 : Les implications de la guerre commerciale pour l'économie mondiale

Depuis quelques mois, une guerre commerciale se profile entre les Etats-Unis et plusieurs de ses partenaires commerciaux. Le mouvement vers le protectionnisme fut d'abord une promesse électorale de la nouvelle administration américaine. En février 2017, les Etats-Unis ont annoncé leur intention de renégocier l'ALENA puis, en mars dernier, ils ont instauré des tarifs douaniers supplémentaires de l'ordre de 25% sur les importations de l'acier et de 10% sur l'aluminium. Le focus a été mis, par la suite, sur la Chine qui, en raison d'accusations de pratiques commerciales déloyales notamment en matière de propriété intellectuelle et de transfert forcé de technologie, s'est vue imposée de nouveaux tarifs douaniers à hauteur de 25% sur ses exportations à destination des Etats-Unis d'une valeur de 50 milliards de dollars¹. Dénonçant ces actions, la Chine a enclenché une série de mesures de rétorsion ciblant des importations en provenance des Etats-Unis, en particulier des denrées agricoles, du matériel automobile et certains produits chimiques et a également saisi l'Organisation Mondiale du Commerce.

Graphique E 1.3.1 : Le nombre des conflits commerciaux des Etats-Unis en 2018



Source : OMC.

Selon des estimations de la BCE², une hausse de 10 points de pourcentage des droits de douane sur les importations de biens des Etats-Unis et qui serait accompagnée d'une augmentation équivalente de la part de ses partenaires commerciaux, entraînerait la première année, un recul de 2,5% du PIB américain, de 3% du commerce mondial de biens et de 1% du PIB mondial. Une étude de la Banque de France, adoptant le même scénario, suggère une baisse de 0,7% du PIB mondial la première année et de 1% la deuxième année. Sous l'hypothèse d'une hausse plus dramatique des droits de douane, soit de 60 points de pourcentage, la décreue du PIB mondial pourrait atteindre jusqu'à 6%. Tenant compte également de plusieurs autres facteurs amplificateurs dont principalement la baisse de la productivité et de l'investissement dans un contexte d'incertitudes, les estimations de la Banque de France font ressortir qu'une hausse de 10 points de pourcentage des tarifs douaniers induirait un recul du PIB mondial de 1,5% à 2% la première année et de 2,2% à 2,9% la deuxième année.

Pour sa part, la Banque Morgan Stanley estime qu'en appliquant 25% de droits de douane sur 50 milliards de dollars de produits chinois, l'impact sur la croissance mondiale serait de -0,09 point de pourcentage. En cas d'intensification significative des tensions commerciales, il atteindrait -0,32 point de pourcentage, voire -0,81 en cas d'une hausse de 25% généralisée à l'ensemble des importations. De son côté, l'économiste Paul Krugman³ estime qu'un rehaussement des tarifs douaniers compris entre 30% et 60% engendrerait une réduction importante du commerce mondial de l'ordre de 70% et du PIB mondial d'environ 2% ou 3%.

Il est à noter en revanche des signaux relativement positifs après l'accord de principe conclu entre les Etats-Unis et le Mexique quant au nouvel ALENA et qui couvre 3 volets :

- (1) un rééquilibrage de l'accord pour soutenir l'industrie manufacturière des deux pays. A cet effet, il a été requis que les intrants dans le secteur automobile soient fabriqués à hauteur de 75% aux Etats-Unis et au Mexique et à des parts de 40% à 45% par des travailleurs dont le salaire est d'au moins 16 dollars par heure ;
- (2) un renforcement de l'accord pour permettre un commerce plus équitable des produits agricoles, avec notamment le maintien des tarifs à zéro ; et
- (3) une modernisation de l'accord pour appuyer les échanges mutuellement bénéfiques menant ainsi à un marché plus libre, à un commerce plus équitable et à une croissance économique robuste en Amérique du Nord.

¹ Une première liste, rendue publique en juin et entrée en vigueur le 6 juillet, portait sur des produits industriels d'une valeur de 34 milliards de dollars. Elle a été complétée, en août, par de nouveaux produits d'une valeur de 16 milliards de dollars. Il est à noter que l'ensemble de ces produits sont en grande partie des intrants dans les secteurs de haute technologie, tels que l'automobile, l'aérospatiale, les technologies de l'information et de la communication, les machineries et robotiques et qui bénéficient de la politique industrielle « Made in China 2025 ».

² Benoît Cœuré, membre du directoire de la BCE, contribution à un panel à l'occasion de la 29ème édition de la conférence sur les « Perspectives de l'économie et des finances », organisée le 06 avril 2018 à Cernobbio en Italie.

³ <https://www.nytimes.com/2018/06/17/opinion/thinking-about-a-trade-war-very-wonkish.html>.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin août 2018, le déficit commercial s'est creusé, par rapport à la même période de l'année précédente, de 12,7 milliards de dirhams à 137,9 milliards. Les importations ont affiché une hausse de 29,3 milliards ou de 10,2%, reflétant essentiellement l'augmentation des acquisitions de biens d'équipement et l'alourdissement de la facture énergétique. En parallèle, les exportations se sont améliorées de 16,6 milliards ou de 10,2%, avec notamment la poursuite de la dynamique des ventes de l'industrie automobile et du secteur de phosphates et dérivés. Le taux de couverture s'est stabilisé à 56,6%.

Les recettes de voyage et les transferts des MRE ont connu de fortes décélérations de leur rythme depuis le début d'année à 1,2% et 1% respectivement. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a accusé un repli de 18,6% à 14,6 milliards. Dans ces conditions et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes de Bank Al-Maghrib se sont établies à 225,8 milliards de dirhams à fin août, soit l'équivalent de 5 mois d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations a concerné l'ensemble des secteurs. En particulier, les ventes de l'industrie automobile ont augmenté de 17,7% et celles des phosphates et dérivés se sont accrues de 17,6% à 33,8 milliards de dirhams. De même, les exportations du secteur agricole et agro-alimentaire ont progressé de 4,6% à 38,2 milliards et les ventes du secteur aéronautique se sont améliorées de 17,2% à 8,1 milliards. En ce qui concerne les exportations du secteur textile et cuir, ils ont affiché une progression de 3,4% à 26,5 milliards de dirhams.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

Secteurs/ Segments	janv-août 2018	janv-août 2017	Variations (en millions de Dh)	
			En valeur	En %
Exportation	179 540	162 972	16 568	10,2
Phosphates et dérivés	33 768	28 710	5 058	17,6
Automobile	43 629	37 055	6 574	17,7
Agriculture et Agro-alimentaire	38 155	36 471	1 684	4,6
Textile et Cuir	26 478	25 605	873	3,4
Aéronautique	8 097	6 909	1 188	17,2
Electronique	6 435	6 033	402	6,7
Industrie pharmaceutique	829	770	59	7,7
Autres	22 149	21 419	730	3,4

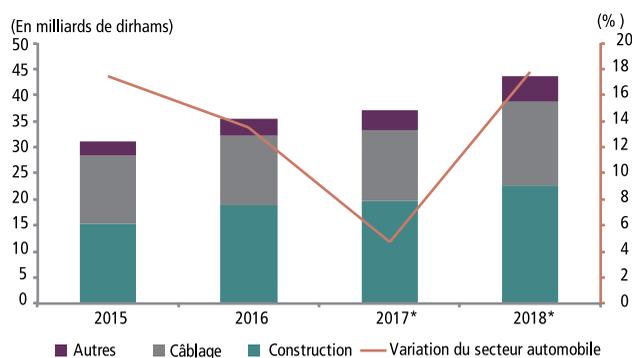
Source : Office des changes.

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

	janv-juil. 2018/janv-juil. 2017		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	-4,7	5,1	-9,4
Engrais naturels et chimiques	19,6	8,1	10,7
Acide phosphorique	17,1	-1,1	18,3

Source : Office des changes.

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



* Données provisoires

Source : Office des changes.

2.1.2 Importations

L'augmentation des importations traduit, essentiellement, un accroissement de 12,5% à 78,7 milliards des acquisitions de biens d'équipement et un alourdissement de 18,8% de la facture énergétique à 53,6 milliards, avec des hausses de 22,8% pour le « gasoil et fuel » et de 44,7% pour les « houilles, cokes et combustibles solides similaires ». Pour leur part, les acquisitions de biens de consommation ont progressé de 6,6% à 70,7 milliards, reflétant essentiellement une hausse de 30,9% des importations de parties et pièces pour voitures de tourisme.

Au total, le déficit commercial s'est creusé de 12,7 milliards à 137,9 milliards de dirhams, et le taux de couverture s'est stabilisé à 56,6%.

Tableau 2.3 : Evolution des importations

Groupements d'utilisation	janv-août 2018	janv-août 2017	Variations)	
			En valeur (en millions de Dh)	En %
Importations (CAF)	317 431	288 180	29 251	10,2
Produits énergétiques	53 574	45 106	8 468	18,8
Biens d'équipement	78 650	69 914	8 736	12,5
Produits bruts	16 171	13 687	2 484	18,1
Produits finis de consommation	70 662	66 261	4 401	6,6
Demi produits	66 329	63 789	2 540	4,0
Produits alimentaires	31 928	29 319	2 609	8,9

Source : Office des changes

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

	janv-juil. 2018/janv-juil. 2017		
	Valeur	Quantité	Prix
Gas-oils et fuel-oils	17,2	4,7	12,0
Voitures de tourisme	-5,7	-11,2	6,2
Parties et pièces pour voitures et véhicules de tourisme	26,8	23,5	2,6
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	18,4	-7,3	27,7

Source : Office des changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

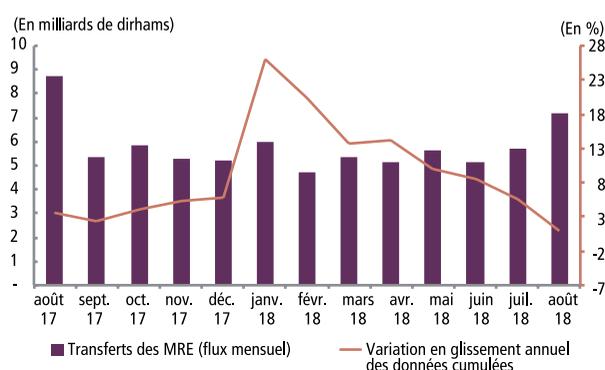
S'agissant de la balance des services, les recettes de voyage se sont accrues de 1,2% pour atteindre 48,6 milliards de dirhams, et les dépenses au même titre ont progressé de 9,9% à 13,1 milliards. Pour ce qui est des transferts des MRE, ils ont atteint 44,9 milliards de dirhams en progression de 1% d'une année à l'autre.

Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services

(En millions de DH)	janv-juil. 2018	janv-juil. 2017	Variations	
			En valeur	En %
Importations	55 784	53 061	2 723	5,1
Service de transport	23 239	21 662	1 577	7,3
Voyages	10 746	9 597	1 149	12,0
Exportations	95 820	89 451	6 369	7,1
Service de transport	19 555	17 212	2 343	13,6
Voyages	38 344	35 050	3 294	9,4
Solde	40 036	36 390	3 646	10,0

Source : Office des changes.

Graphique 2.2 : Evolution des transferts MRE



Source : Office des changes.

2.3 Compte financier

Le flux net d'IDE a connu un repli de 3,3 milliards pour s'établir à 14,6 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 1,7 milliard des entrées et d'une augmentation de 1,6 milliard des cessions d'investissements.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 225,8 milliards à fin août 2018, assurant une couverture de 5 mois d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre 2018, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif et une baisse des taux débiteurs. En ce qui concerne le crédit au secteur non financier, son rythme a connu une décélération, qui a concerné aussi bien les prêts accordés aux entreprises privées que ceux aux ménages. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont poursuivi leur accélération et les réserves internationales nettes se sont inscrites en hausse après quatre trimestres de baisse. Au total, le rythme de progression de la masse monétaire est revenu à 4,8% au lieu de 5,2% un trimestre auparavant.

Sur les marchés des actifs, l'Indice des Prix des Actifs Immobiliers est resté stable au deuxième trimestre 2018 par rapport à son niveau du trimestre précédent. Par catégorie de biens, cette stagnation recouvre une hausse des prix pour les terrains et des baisses pour ceux des biens résidentiels et des actifs à usage professionnel. En parallèle, les transactions ont connu une augmentation de 0,4%, avec un accroissement des ventes des biens résidentiels et des baisses de celles portant sur les actifs professionnels et les terrains. Sur le marché boursier, le MASI a reculé de 9,1% au second trimestre et le volume des transactions, s'est établi à 13 milliards de dirhams, en diminution de 12,2% par rapport à la même période de l'année précédente.

3.1 Conditions monétaires

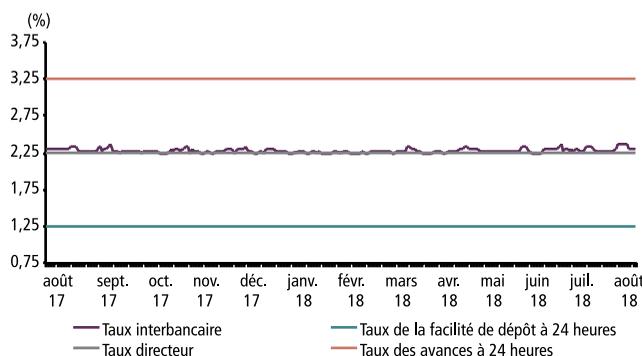
3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du deuxième trimestre 2018, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 58,3 milliards de dirhams en moyenne, sous l'effet à la fois de la baisse des réserves de change et de la hausse de la monnaie fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a augmenté le montant de ses injections à 58,9 milliards, dont 55,7 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 3 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles indiquent un creusement du déficit de liquidité à 64,3 milliards en juillet et à 76,3 milliards en août.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté proche du taux directeur et s'est établi en moyenne à 2,27% au deuxième trimestre et à 2,30% en juillet et août. Sur le marché des bons du Trésor, les taux n'ont pas connu de variations significatives, aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

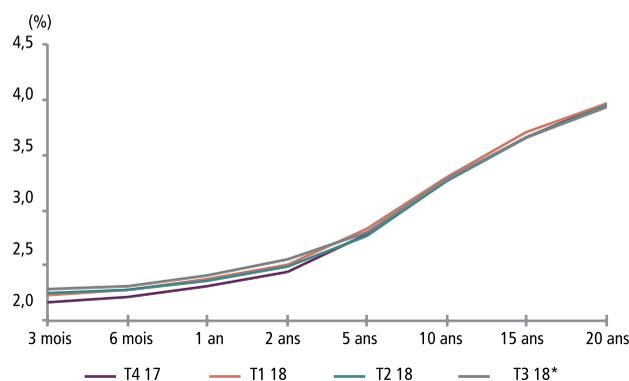
Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



Source : BAM.

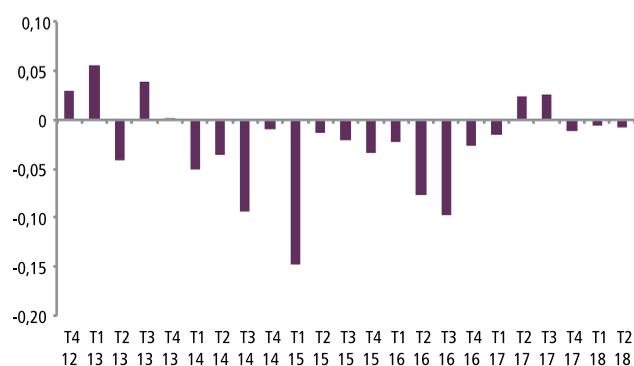
Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2016		2017				2018		juil.
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
52 semaines	2,33	2,30	2,32	2,26	2,36	2,29	2,35	2,31	-
2 ans	2,48	2,44	2,52	2,41	2,49	2,44	2,53	2,49	2,57
5 ans	2,71	2,69	2,83	2,78	2,83	2,77	2,81	2,77	2,79
10 ans	3,22	3,08	3,27	3,27	3,32	3,28	3,27	3,24	3,27
15 ans	-	-	3,87	3,87	3,87	3,71	3,68	3,68	3,70

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

* Moyenne observée en juillet et août.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt sont restés quasi-stables au cours du deuxième trimestre. De même, les taux créditeurs sont restés quasiment inchangés, s'établissant à 2,78% pour les dépôts à 6 mois et à 3,10% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques est demeuré quasi-stable au cours du deuxième trimestre 2018.

Graphique 3.3: Variation du coût de financement des banques

Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques² indiquent une baisse de 7 points de base du taux moyen global au deuxième trimestre 2018 à 5,36%. Cette évolution reflète un recul de 16 points de base des taux assortissant les prêts aux entreprises avec

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

² Cette enquête a connu une refonte importante à partir du premier trimestre 2018 dans le but notamment de mieux appréhender les conditions de financement des entreprises. Les chiffres du premier trimestre ont subi un léger ajustement par rapport à ce qui a été publié dans l'addition précédente du RPM.

notamment des diminutions de 31 points pour les crédits à l'équipement et de 21 points pour les facilités de trésorerie. Par taille d'entreprises, les taux ont reculé de 30 points pour les TPME et de 3 points pour les grandes entreprises. En revanche, les taux appliqués sur les crédits aux particuliers ont enregistré une hausse de 31 points de base, avec en particulier une augmentation de 6 points des taux des prêts à l'habitat et de 17 points de ceux à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	T1 2018	T2 2018	Variation (en pb)
Taux débiteur moyen (en %)	5,43	5,36	-7
Crédits aux particuliers	5,78	6,09	31
Crédits immobiliers	4,94	5,00	6
Crédits à la consommation	6,40	6,57	17
Crédits aux entreprises	5,28	5,12	-16
Par objet économique			
Facilités de trésorerie	5,23	5,02	-21
Crédits à l'équipement	5,51	5,20	-31
Crédits immobiliers	5,41	5,98	57
Par taille d'entreprise			
TPME	6,09	5,78	-31
GE	4,75	4,72	-3
Crédits aux entrepreneurs individuels	6,23	7,08	85
Cédits immobiliers	5,78	6,09	28

Source : BAM.

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

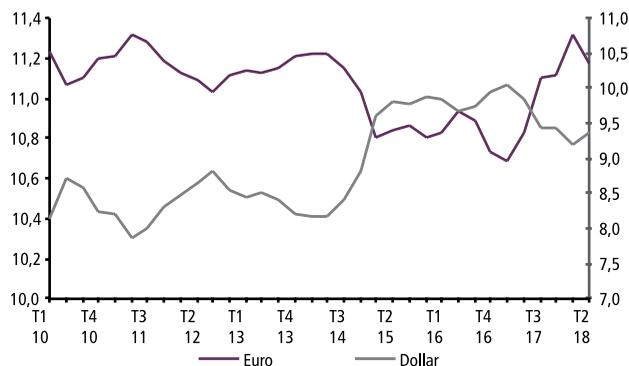
	2016				2017				2018	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
6 mois	3,31	3,18	2,94	2,9	2,86	2,8	2,81	2,80	2,79	2,78
12 mois	3,67	3,55	3,33	3,3	3,2	3,1	3,09	3,10	3,15	3,10

3.1.2 Taux de change

Au cours du deuxième trimestre 2018, l'euro s'est déprécié de 3% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,2% vis-à-vis de l'euro et s'est dépréciée de 1,8% contre le dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 12,3% par rapport à la livre turque et de 9,1% vis-à-vis du réal brésilien, en raison des pressions que subissent

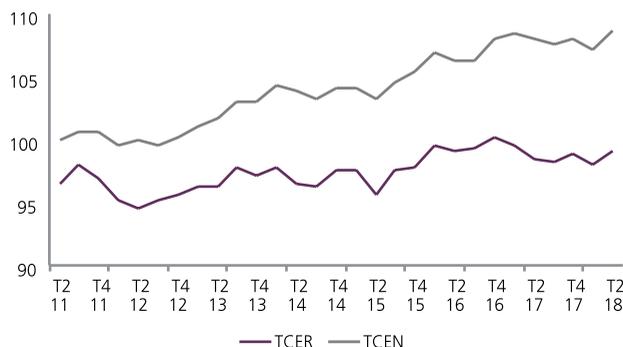
ces deux devises sur les marchés internationaux, alors qu'il s'est déprécié de 1,4% contre le yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,4% en termes nominaux et de 0,9% en termes réels.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



Source : BAM

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



Source : calcul de BAM.

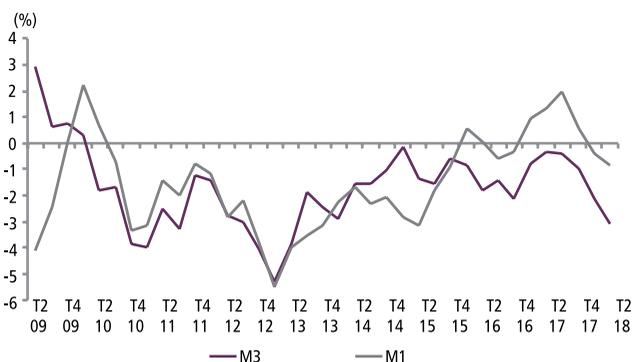
Pour ce qui est des transactions en devises, le volume des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu au deuxième trimestre des hausses de 6,3% pour les ventes à 20,5 milliards de dirhams et de 8,6% à 22,2 milliards pour les achats. En revanche, les ventes à terme ont diminué de 35,6% à 2,2 milliards et les achats à terme ont reculé de 14,8% à 9,7 milliards. En revanche, Bank Al-Maghrib n'a réalisé aucune opération d'achats ou de ventes de devises aux banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques ressort à 2,2 milliards à fin juin, au lieu de 6,1 milliards à fin mars 2018.

3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de l'agrégat M3 a décéléré de 5,2% au premier trimestre 2018 à 4,8% au deuxième trimestre. Cette évolution reflète le ralentissement de 18,8% à 8,2% de la croissance des certificats de dépôts et l'accentuation de la baisse des titres OPCVM monétaires de 5,3% à 8,1%. L'analyse des autres composantes de la masse monétaire indique une légère décélération de 7,2% à 7% des dépôts à vue, recouvrant un ralentissement de 8,2% à 7,1% de ceux des ménages et des accélérations de 5,1% à 7,9% pour les entreprises privées et de 4,3% à 18,4% pour le secteur public. En revanche, les comptes à terme ont vu leur repli s'accroître de 1,4% à 1,8%, traduisant une baisse de 38,8% après celle de 1,2% de ceux du secteur public. Pour ce qui est de la monnaie fiduciaire, son taux de croissance s'est quasi-stabilisé à 7,8% d'un trimestre à l'autre.

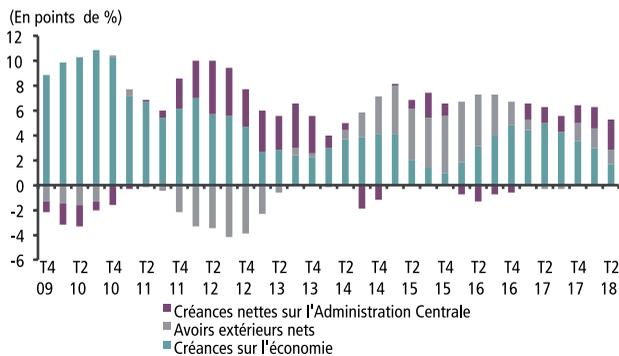
Par principales contreparties, l'évolution de M3 recouvre une accélération de 13,4% à 19,2% des créances nettes sur l'administration centrale, une augmentation de 1,3% des réserves internationales nettes après une baisse de 4,6%, ainsi qu'un ralentissement de 3,4% à 2,2% du crédit bancaire.

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

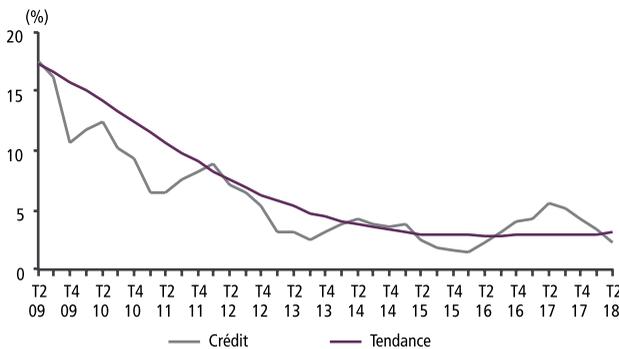


1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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

Source : BAM.

Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit

Source : BAM

Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, sa progression est revenue de 4,1% à 3,9% au deuxième trimestre, traduisant un ralentissement aussi bien des concours accordés aux entreprises privées qu'aux ménages.

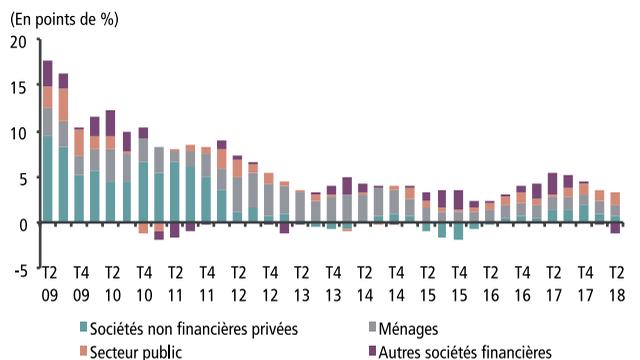
Ainsi, le rythme d'accroissement des prêts aux entreprises privées est revenu de 2,2% à 1,6%, reflétant une décélération de 7,1% à 6,3% de celui des prêts à l'équipement et une accentuation de la baisse de 2,3% à 2,6% des facilités de trésorerie. A l'inverse, les crédits destinés à la promotion immobilière se sont accrus de 1,6% au lieu de 1,3% un trimestre auparavant. Pour ce qui est des concours aux entreprises publiques, ils ont vu leur croissance passer de 16,1% à 21,5%, en liaison avec une expansion de 32,4% des prêts à l'équipement contre 25,1% un trimestre auparavant,

ceux de trésorerie ayant en revanche accusé un repli de 17,7% après celui de 14,9% observé durant les trois premiers mois de l'année.

S'agissant des crédits accordés aux entrepreneurs individuels, ils ont reculé de 0,4%, leur première baisse depuis fin 2016. Cette évolution est imputable aux replis de 0,4% des prêts à l'équipement et de 2,2% des facilités de trésorerie contre des hausses respectives de 3,9% et de 6% un trimestre auparavant. En revanche, les crédits destinés à la promotion immobilière se sont améliorés de 12,5% contre 3,1% au premier trimestre.

Par branche d'activité, les dernières données disponibles font ressortir des décélération de la progression du crédit de 10% à fin mars à 0,4% à fin juin pour la branche « transports et communication », de 8,6% à 1,5% pour le « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » et de 5,6% à 2,6% pour les « bâtiment et travaux publics ». Pour sa part, le crédit octroyé au secteur « électricité, gaz et eau » a accusé une baisse de 6,6%, plus accentuée que celle de 4,1% observée à fin mars.

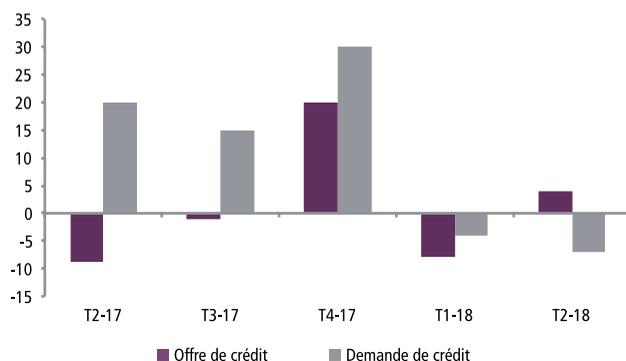
En ce qui concerne les prêts aux particuliers, ils se sont accrus de 4,5% après 4,7% au premier trimestre, recouvrant un ralentissement de 4,2% à 3,8% des crédits à l'habitat et une accélération de 5,2% à 6% de ceux à la consommation.

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

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont enregistré une hausse de 3,1% au lieu de 3,3%. Cette évolution traduit des augmentations de 2,5% de celles des entreprises non financières privées et de 3,7% de celles des ménages, après 2,8% et 4,7% respectivement. Le ratio au crédit bancaire est revenu de 7,8% à 7,7% globalement, de 11,7% à 11,3% pour les entreprises et a en revanche augmenté de 7,6% à 7,8% pour les ménages.

Les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit au deuxième trimestre 2018 laissent indiquer un léger durcissement des conditions d'offre pour les entreprises, alors que pour les particuliers, elles auraient été plutôt légèrement assouplies. Pour sa part, la demande aurait stagné d'un trimestre à l'autre pour les entreprises et aurait augmenté pour les particuliers.

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



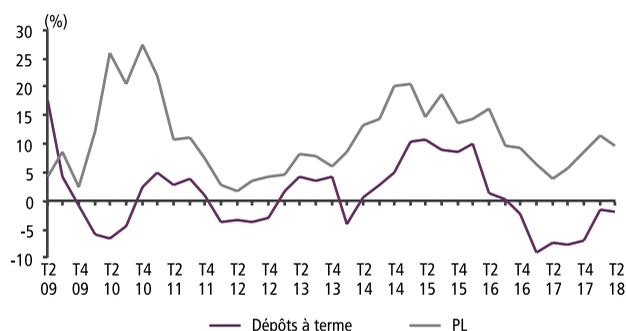
Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 4,7% à fin juin 2018 au lieu de 4,3% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre notamment une accélération de 4,3% à 5% des concours distribués par les sociétés de financement et une décélération de 1,8% à 0,7% de ceux octroyés par les banques offshores.

Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet 2018 laissent indiquer une poursuite de la décélération du crédit bancaire à 2%. En particulier,

les prêts destinés au secteur non financier ont vu leur rythme d'accroissement revenir à 3,5%, recouvrant un ralentissement de celui des concours aussi bien aux entreprises publiques que privées et une quasi-stagnation de celui des crédits aux ménages.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, ils se sont accrus de 9,6% après 11,4%. Cette évolution est le résultat des décélérations des rythmes d'accroissement de 2,3% à 0,2% pour les bons du Trésor, de 29% à 24,3% pour les titres des OPCVM actions et diversifiés et de 23,6% à 22,3% pour les titres des OPCVM obligataires.

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



3.2 Prix des actifs

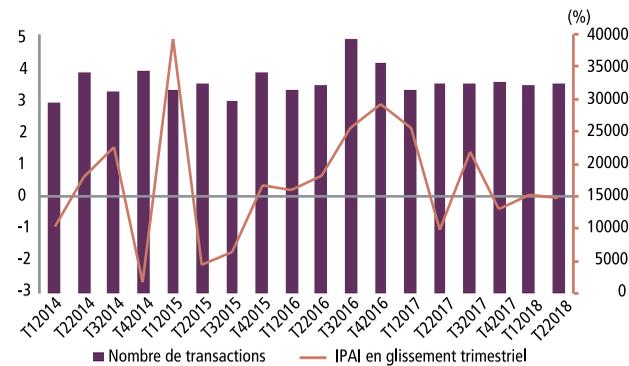
3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2018, l'indice des prix des actifs immobiliers est resté stable par rapport à son niveau enregistré un trimestre auparavant. Par catégorie de biens, cette stagnation recouvre des baisses de 0,3% des prix des biens résidentiels et de 1,7% de ceux des biens à usage professionnel, ainsi qu'une augmentation de 1% pour les prix des terrains.

Le nombre de transactions a, pour sa part, enregistré une légère hausse de 0,4% avec un accroissement de 4,2% des ventes de biens résidentiels et des replis de 7,2% et 9,6% de celles portant respectivement sur les terrains et les biens à usage professionnel.

Dans les principales villes, les prix ont connu des évolutions divergentes avec notamment des hausses de 2,6% et de 1,7% à Marrakech et à Rabat et des baisses de 3,8% et de 1,3% respectivement à Oujda et Meknès. Quant au nombre de transactions, il a marqué des hausses de 31,3% à Marrakech et de 19,6% à Rabat, ainsi qu'un recul de 24% à Tanger.

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



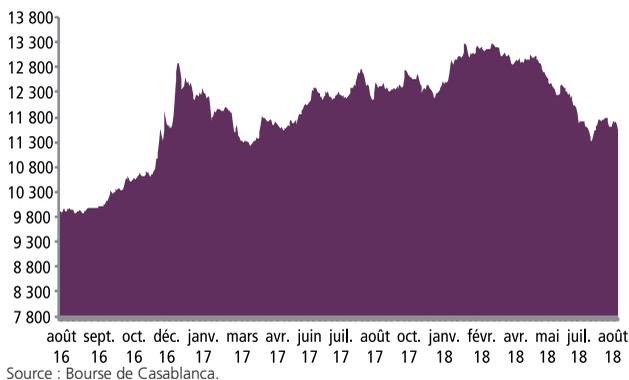
Source : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

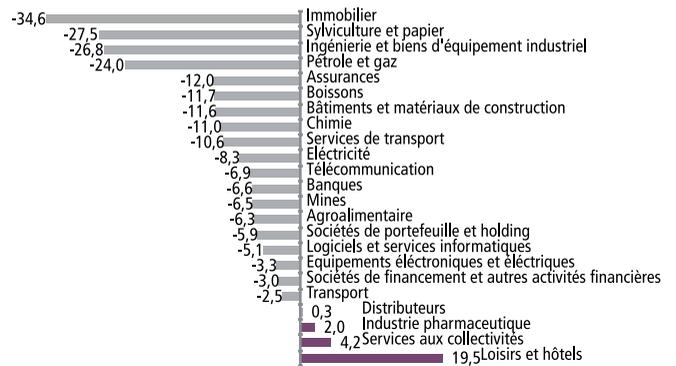
Au terme du second trimestre de 2018, le MASI a reculé de 9,1%, après une hausse de 5,4% un trimestre auparavant. Cette contreperformance a concerné la majorité des indices sectoriels, avec des replis de 34,6% pour l'« immobilier », de 12% pour les « assurances », de 11,6% pour les « bâtiments et matériaux de construction », de 6,9% pour les « télécommunications », et de 6,6% pour les « banques ».

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca

Concernant les transactions, leur volume s'est établi à 13 milliards de dirhams au deuxième trimestre de l'année, contre 14,8 milliards durant la même période de l'année précédente. Le marché central s'est accaparé 75,4% de ces opérations, soit un volume mensuel moyen de 3,3 milliards. Pour leur part, les opérations sur le marché de blocs ont atteint 1,2 milliard de dirhams.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 605,7 milliards à fin juin 2018, en baisse de 8,3% d'un trimestre à l'autre.

Les dernières données disponibles indiquent une atténuation du repli du MASI à 1,1% en juillet et à 1,7% en août et un volume de transactions de 1,7 milliard en moyenne entre juillet et août.

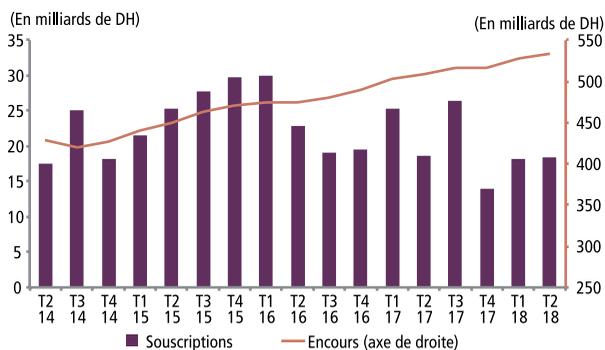
La capitalisation boursière s'est ainsi établie à 588,9 milliards à fin août en diminution de 6,1% par rapport à décembre 2017.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les levées du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 23,1 milliards de dirhams au deuxième trimestre en quasi-stagnation d'une année à l'autre. Ces souscriptions ont porté à hauteur de 83% sur des maturités moyennes et de 13% sur les longues, et les taux y afférents n'ont pas connu de changement significatif.

Les dernières données disponibles indiquent que les émissions du Trésor se sont chiffrées à 11,7 milliards de dirhams en juillet et ont porté à hauteur de 84% sur des maturités moyennes et de 16% sur celles de long terme. Tenant compte d'un montant de remboursements de 7 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 537,8 milliards en augmentation de 4,1% par rapport à décembre 2017.

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



Source : BAM.

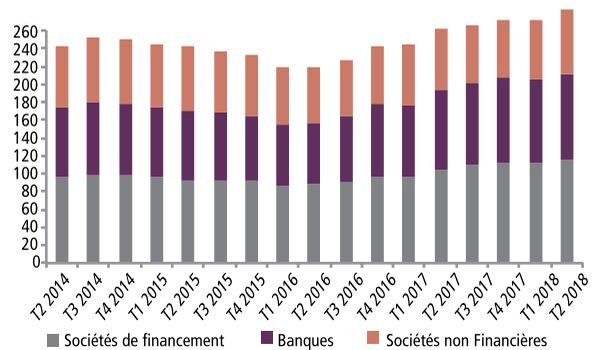
3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 8,7 milliards par rapport au trimestre précédent à 21,5 milliards de dirhams, dont un montant de 11,9 milliards émis par les banques.

En ce qui concerne les levées des entreprises non financières, elles ont augmenté de 5,4 milliards à 7,8 milliards de dirhams, dont 7 milliards sous forme d'obligations et le reste sous forme de billets de trésorerie.

En juillet, les émissions ont atteint un montant de 4,6 milliards et, tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée s'est établi à 188,8 milliards, en hausse de 6,2% par rapport à décembre 2017.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le deuxième trimestre de 2018, les souscriptions aux fonds OPCVM ont marqué une baisse trimestrielle de 17,2% à 186,8 milliards. Cette évolution recouvre notamment un repli de 29,6 milliards pour les OPCVM obligataires à moyen et long termes et une hausse de 2,5 milliards pour les OPCVM diversifiés.

Tenant compte d'un montant de rachats de 196,8 milliards et d'une baisse de l'indice de performance de 1,3%, les OPCVM ont enregistré un mouvement de décollecte nette de 10 milliards ramenant leur actif net à 423,8 milliards à fin juin, en baisse de 13,5% en glissement annuel.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2018 fait ressortir un déficit de 27,8 milliards, en creusement de 1,9 milliard comparativement à la même période en 2017. Les dépenses globales se sont alourdies de 2,2%, reflétant essentiellement des hausses des dépenses des autres biens et services, des transferts aux collectivités territoriales et de la charge de compensation. En parallèle, les ressources ordinaires ont enregistré une progression de 0,4%, recouvrant une amélioration des rentrées fiscales, en dépit de la baisse de 8,5% des recettes de l'IS, et une régression de celles non fiscales tirée par une baisse des dons des pays du CCG. Le solde ordinaire ressort positif à 5,4 milliards, en baisse toutefois de 2,8 milliards d'une année à l'autre, tandis que le solde positif des comptes spéciaux du Trésor s'est amélioré de 1,7 milliard à 6 milliards.

Compte tenu de la réduction des dépenses en instance d'un montant de 2,6 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 30,4 milliards, en allègement de 3 milliards par rapport à la même période en 2017. Ce besoin et le flux net extérieur négatif de 3,1 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 33,6 milliards. En conséquence, la dette publique directe aurait progressé de 3,3% par rapport à son niveau de décembre 2017. Quant aux conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les taux des bons du Trésor ont connu de légères baisses durant les huit premiers mois de 2018 par rapport à la même période en 2017.

4.1 Recettes ordinaires

Les recettes ordinaires du Trésor ont progressé de 0,4% sur les huit premiers mois de l'année à 164,3 milliards, soit un taux de réalisation de 62,6% par rapport à la loi de finances. Cette évolution recouvre une amélioration de 2,4% à 151,9 milliards des recettes fiscales et une baisse de 21,5% de celles non fiscales à 10,4 milliards.

En dépit d'une amélioration de 4,1% à 28 milliards des recettes de l'IR, le produit des impôts directs a reculé de 2,5% à 58,4 milliards, tiré par le repli de 8,5% des recettes de l'IS à 28,7 milliards. Celui-ci s'explique en grande partie par la baisse, d'une année à l'autre, de l'acompte de régularisation de mars 2018. Quant aux recettes de l'IR, elles incorporent une stagnation à 2,7 milliards de celles sur les profits immobiliers et une hausse de 2,6% à 5,7 milliards de celles sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel.

Pour leur part, les impôts indirects se sont renforcés de 6,4% à 75,9 milliards de dirhams, reflétant essentiellement la hausse de 7,6% des rentrées de la TVA à 57,6 milliards. Le produit de la TVA à l'intérieur s'est accru de 10,3% à 21,4 milliards, tenant compte

de remboursement des crédits de la TVA d'un montant de 3,9 milliards au lieu de 4,5 milliards à fin août 2017. De même, les recettes de la TVA à l'importation ont augmenté de 6% à 36,2 milliards.

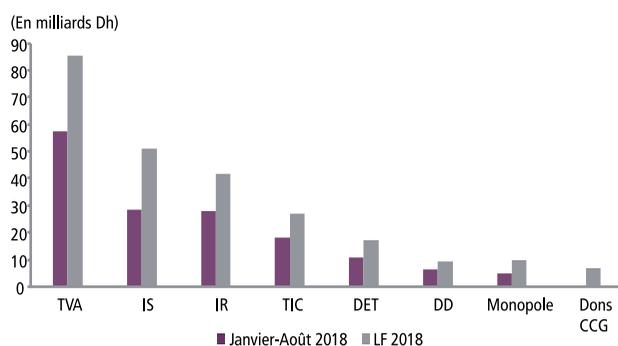
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)

	Janv.- Août 2017	Janv.- Août 2018	Var en %	LF 2018	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	163,6	164,3	0,4	262,4	62,6
Recettes fiscales	148,4	151,9	2,4	237,0	64,1
- Impôts directs	59,8	58,4	-2,5	97,1	60,1
Dont I.S	31,4	28,7	-8,5	51,2	56,1
I.R	27,0	28,0	4,1	41,7	67,2
- Impôts indirects	71,3	75,9	6,4	112,7	67,3
TVA*	53,6	57,6	7,6	85,5	67,4
TIC	17,8	18,3	3,0	27,3	67,1
- Droits de douane	5,7	6,5	12,9	9,7	66,9
- Enregistrement & timbre	11,5	11,1	-2,8	17,5	63,6
Recettes non fiscales*	13,3	10,4	-21,5	22,1	47,1
- Monopoles	5,4	5,3	-3,0	9,8	53,6
- Autres recettes	7,8	5,2	-34,2	12,3	41,9
dont Dons CCG	2,5	0,7	-72,6	7,0	9,8
Recettes des CST	2,0	2,0	-0,2	3,3	59,6

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

La TIC a, pour sa part, procuré une recette de 18,3 milliards, en amélioration de 3%, reflétant principalement des hausses de 7,4% à 6,8 milliards de la TIC sur les tabacs et de 0,5% à 10,4 milliards de celle sur les produits énergétiques. De même, les recettes des droits de douane ont crû de 12,9% à 6,5 milliards, alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont baissé de 2,8% à 11,1 milliards.

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



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

Note :

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

Les recettes non fiscales se sont établies à 10,4 milliards, en diminution de 21,5%, résultat principalement du recul des dons CCG à 687 millions, au lieu de 2,5 milliards à fin août 2017 et 7 milliards programmés dans la LF. De même, les recettes de monopoles ont marqué une baisse de 3% à 5,3 milliards. Elles proviennent principalement de Maroc Télécom à hauteur de 1,45 milliard, de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière pour 1,25 milliard, de l'OCP pour 1 milliard et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 422 millions.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies sur les huit premiers mois de l'année de 2,2% à 198,1 milliards, résultat d'un accroissement de 2,2% à 158,9 milliards des dépenses ordinaires et d'une progression de 1,8% à 39,3 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services ont augmenté de 1,7% à 110 milliards, reflétant une hausse de 3,5% à 39,5

milliards de la rubrique des autres biens et services et de 0,7% à 70,5 milliards de la masse salariale dont le taux d'exécution s'est situé à 64,8% par rapport à la loi de finances. L'évolution de cette dernière découle d'une hausse de 0,6% de la masse salariale structurelle et de 26,5% des rappels. Concernant les dépenses des autres biens et services, elles incorporent une augmentation de 16,3% à 15,7 milliards des transferts aux établissements publics et de 11,5% à 9,7 milliards de ceux au profit de la Caisse Marocaine des Retraites, ainsi qu'une baisse de 5,9% à 1,6 milliard des versements aux comptes spéciaux du Trésor.

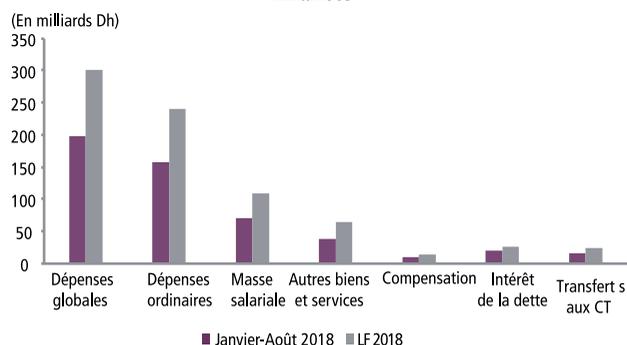
Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)*

	Janv.-Août 2017	Janv.-Août 2018	Variation En %	LF 2018	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	193,9	198,1	2,2	301,7	65,7
Dépenses ordinaires	155,4	158,9	2,2	241,5	65,8
Biens et services	108,1	110,0	1,7	175,0	62,9
Personnel	70,0	70,5	0,7	108,9	64,8
Autres biens et services	38,1	39,5	3,5	66,1	59,6
Intérêts de la dette	20,9	20,4	-2,1	27,1	75,4
Compensation	10,3	11,2	8,3	13,7	81,3
Transferts aux CT	16,1	17,3	7,6	25,6	67,4
Investissement	38,6	39,3	1,8	60,3	65,2

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

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

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

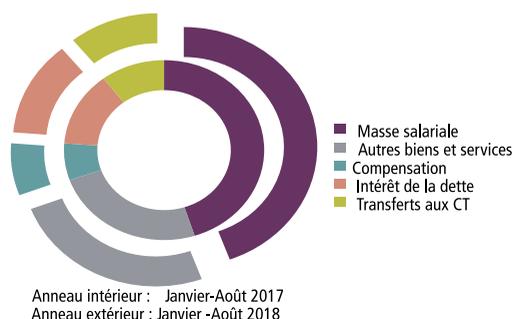


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Quant aux paiements des intérêts de la dette, ils ressortent en diminution de 2,1% à 20,4 milliards, consécutivement à la baisse de 0,3% à 18,5 milliards

de ceux de la dette intérieure et de 16,6% à 2 milliards de ceux de la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

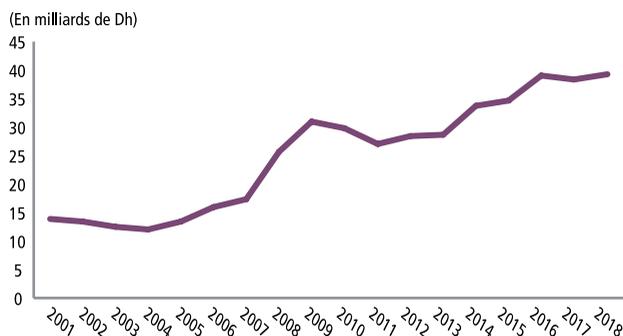


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Concernant la charge de compensation, elle s'est alourdie de 8,3% à 11,2 milliards, soit un taux d'exécution de 81,3% par rapport à la loi de finances. Selon les données de la Caisse de Compensation, la charge de la subvention du gaz butane relative aux sept premiers mois de 2018 s'est établie à 6,5 milliards, en augmentation de 11,3% par rapport à la même période en 2017, et celle relative au sucre s'est quasiment stabilisée à 2 milliards.

Pour leur part, les dépenses d'investissement, en augmentation de 1,8% à 39,3 milliards, ont été exécutées à hauteur de 65,2% par rapport aux prévisions d'émission de la loi de finances. Cette évolution reflète principalement une hausse de 2% à 24 milliards des dépenses des Ministères et de 1,4% à 14,1 milliards des charges communes.

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

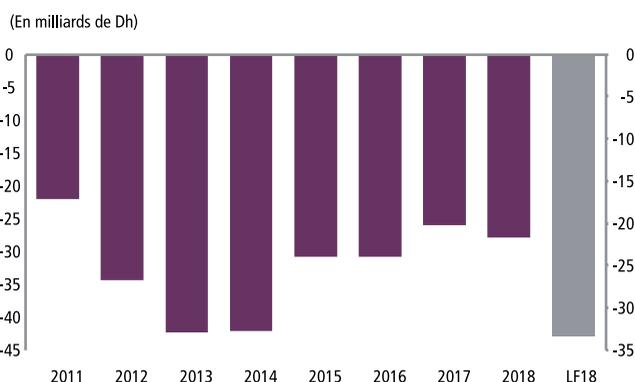


Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu des évolutions des recettes, des dépenses et du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation budgétaire s'est soldée par un déficit de 27,8 milliards, en creusement de 1,9 milliard par rapport à fin août 2017. En outre, le Trésor a réduit ses dépenses en instance d'un montant de 2,6 milliards. Le déficit de caisse ressort ainsi à 30,4 milliards, en allègement de 3 milliards par rapport à la même période en 2017.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire, cumul de janvier à Août



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

Le flux de financement extérieur net négatif de 3,1 milliards ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 33,6 milliards de dirhams, en repli de 2,1 milliards.

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

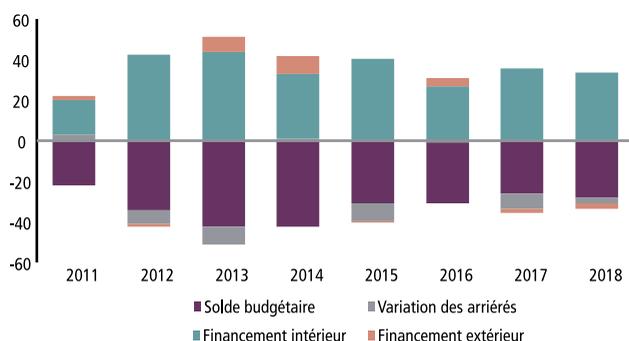
	Janv.- Août 2017	Janv.- Août 2018	LF 2018	Ecart absolu LF/ Janv.-Août 2018
Solde ordinaire	8,2	5,4	21,0	15,6
Solde des CST	4,3	6,0	6,0	0,0
Solde primaire	-5,1	-7,4	-6,2	1,2
Solde budgétaire	-26,0	-27,8	-33,3	-5,4
Variation des dépenses en instance	-7,4	-2,6	0,0	
Besoin de financement	-33,4	-30,4	-33,3	-2,9
Financement intérieur	35,7	33,6	13,5	-20,0
Financement extérieur	-2,3	-3,1	19,8	22,9

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

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 22,4 milliards contre 24,5 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont été effectuées principalement sur les bons à 2 ans à hauteur de 14 milliards, les bons à 5 ans pour 9,1 milliards et les bons à 10 ans pour 8 milliards. En parallèle, les principaux remboursements nets ont concerné les bons à 52 semaines pour 7,2 milliards et les bons à 26 semaines pour 1,1 milliard.

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

(En milliards de Dh)



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

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

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent globalement favorables pour les huit premiers mois de 2018 par rapport à la même période en 2017. Les taux appliqués aux bons à 5 ans et à 15 ans ont diminué de 3 pdb et 19 pdb, respectivement, alors que ceux appliqués aux bons à 2 ans ont augmenté de 5 pdb. En revanche, le taux d'émission sur 10 ans s'est quasiment stabilisé à 3,26%.

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

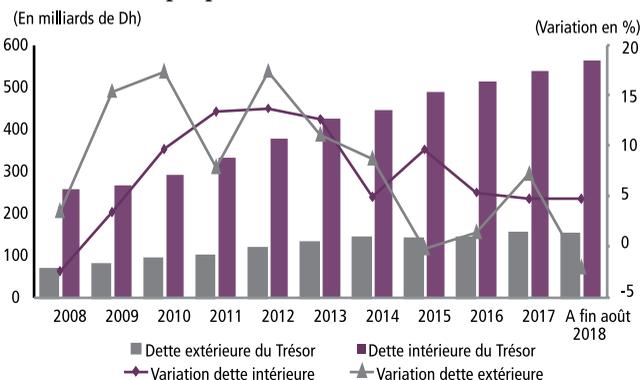
	2013	2014	2015	2016	2017	A fin Août 2018*
Dette extérieure du Trésor	129,8	141,1	140,8	142,8	153,1	149,9
Var en %	11,1	8,7	-0,2	1,4	7,2	-2,0
Dette intérieure du Trésor	424,5	445,5	488,4	514,7	539,1	564,8
Var en %	12,6	5,0	9,6	5,4	4,8	4,8
Encours de la dette directe	554,3	586,6	629,2	657,5	692,2	714,8
Var en %	12,3	5,8	7,3	4,5	5,3	3,3

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

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

Dans ces conditions, la dette publique directe ressort en progression de 3,3% à fin août 2018 par rapport à son niveau de fin décembre 2017. Cette évolution reflète une augmentation de 4,8% de la composante intérieure et une régression de 2% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2018 indiquent que la croissance est revenue à 3,2% contre 3,5% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole a connu un ralentissement de 14,8% à 2,5% et la croissance non agricole a enregistré, en revanche, une nette accélération de 2% à 3,4%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué à la croissance à hauteur de 5,1 points de pourcentage, tandis que les exportations nettes y ont participé négativement avec 1,9 point.

Au regard des dernières données infra-annuelles disponibles, l'activité aurait poursuivi sa décélération par rapport à l'année 2017, avec un rythme se situant autour de 3,7% aux deuxième et troisième trimestres, reflétant essentiellement le ralentissement du rythme d'accroissement de la valeur ajoutée agricole. Pour leur part, les activités non agricoles se seraient améliorées de 2,9% sur la même période après 2,8% en moyenne une année auparavant.

La consommation finale des ménages aurait progressé en moyenne de 3,4%, au cours des deuxième et troisième trimestres, rythme quasi inchangé par rapport à 2017, en liaison avec la poursuite de la reprise des activités non agricoles et la légère amélioration de la situation sur le marché du travail. Parallèlement, l'investissement se serait accru de 5,7%, contre 0,7% en moyenne une année auparavant. En revanche, la contribution de la demande extérieure nette à la croissance ressort négative.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé 117 mille postes au deuxième trimestre avec une augmentation de 53 mille emplois dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 97 mille demandeurs d'emploi, le taux de chômage a reculé de 9,3% à 9,1% au niveau national, de 14,0% à 13,7% dans les villes et de 3,2% à 3% en zones rurales. Concernant le coût du travail, les données relatives au deuxième trimestre montrent un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 1,3% après 1,9% en termes nominaux et une diminution de 1,3% contre une hausse de 1,5% en termes réels.

5.1 Demande intérieure

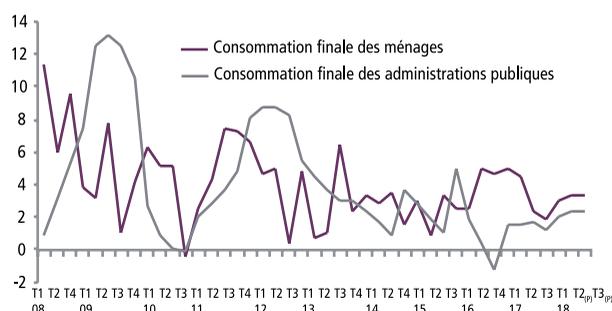
5.1.1 Consommation

Au premier trimestre 2018, les données des comptes nationaux font ressortir un ralentissement en glissement annuel de la consommation des ménages à 3% contre 5% le même trimestre une année auparavant. Sa contribution à la croissance est ainsi passée de 2,9 points de pourcentage à 1,8 point.

Les projections de Bank Al-Maghrib à court terme de la consommation des ménages tablent sur une évolution autour de 3,4% aux deuxième et troisième trimestres, rythme quasi inchangé par rapport à 2017, en liaison avec la poursuite de la reprise des activités non agricoles et l'amélioration relative de la situation sur le marché du travail. Cette évolution est corroborée par les indicateurs des échanges extérieurs qui montrent

des hausses de 1% des transferts des MRE et de 6,6% des importations de produits finis de consommation. En outre, les crédits à la consommation se sont accrus à fin juillet de 5,6% au lieu de 4,7% une année auparavant. Dans le même sens, les résultats de l'enquête trimestrielle de conjoncture auprès des ménages menée par le HCP indiquent que l'indice de confiance s'est amélioré 1,5 point à 87,3 points en comparaison avec le même trimestre de l'année précédente.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle a connu une accélération de sa progression au premier trimestre de 1,6% à 2%. Son rythme devrait osciller autour de 2,4% aux deuxième et troisième trimestres, après une moyenne de 1,6% un an auparavant. En effet, les dépenses de fonctionnement se sont accrues de 3,8% à fin juillet, contre une baisse de 0,4%, suite à la hausse des dépenses du personnel et celles au titre des autres biens et services.

5.1.2 Investissement

Concernant l'investissement, il s'est accru de 9,7% au premier trimestre au lieu de 6,2% au même trimestre de l'année précédente. Sa contribution à la croissance est ressortie ainsi à 2,9 points au lieu de 1,8 point.

Aux deuxième et troisième trimestres, l'investissement devrait s'accroître de 5,7% en moyenne après 0,7% une année auparavant. En effet, les indicateurs infra-annuels à fin juillet indiquent une hausse des investissements du Trésor de 1,8% contre un repli de 1,7%, et un redressement des crédits aux promoteurs immobiliers de 10,7% au lieu d'une baisse de 24,1%. Dans le même sens, les indicateurs préliminaires des échanges extérieurs à fin août font ressortir une progression des importations de biens d'équipement de 12,5% contre un repli de 0,3%. S'agissant du climat des affaires, il a été qualifié de « normal » par près des deux tiers des industriels sondés dans le cadre de

l'enquête de conjoncture trimestrielle que réalise Bank Al-Maghrib dans l'industrie.

5.2 Demande extérieure

La demande extérieure nette a contribué négativement à la croissance à hauteur de 1,9 point de pourcentage au premier trimestre au lieu de 1,5 point un an auparavant. En effet, les exportations se sont inscrites en ralentissement avec un accroissement passant en une année de 7,3% à 6,8%. De son côté, le rythme des importations s'est accéléré passant de 9,4% à 9,6%.

Au deuxième trimestre 2018, les exportations auraient affiché une progression autour de 7,5% qui devrait se poursuivre au troisième trimestre comme en témoignent les données des échanges extérieurs à fin août. En effet, les ventes des secteurs de l'automobile, de l'aéronautique et des phosphates et dérivés ont enregistré des hausses notables de 17,7%, de 17,2% et de 17,6% respectivement. Pour leur part, les importations se seraient accrues de 7,1% après 5,3% suite essentiellement à l'augmentation des acquisitions de biens d'équipement et de produits finis de consommation.

5.3 Offre globale

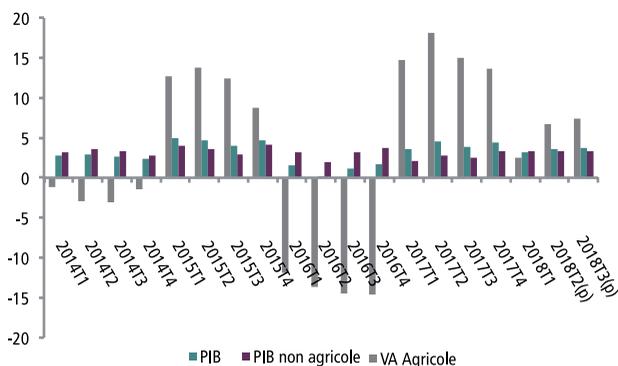
La croissance économique s'est établie au premier trimestre à 3,2% contre 3,5% à la même période de l'année précédente. Ce ralentissement reflète une nette décélération de 14,8% à 2,5% de la valeur ajoutée agricole comparée à une amélioration notable des activités non agricoles, dont la valeur ajoutée s'est accélérée de 2% à 3,4%. Les impôts nets de subventions ont pour leur part légèrement décéléré de 2,7% à 2,2%.

A court terme, le rythme de l'activité économique devrait poursuivre son ralentissement, avec un taux de croissance avoisinant 3,7% aux deuxième et troisième

trimestres contre une moyenne de 4,2% une année auparavant. La progression de la valeur ajoutée agricole devrait revenir de 16,6% à 7% suite à un effet de base, la récolte céréalière devant atteindre, selon le Ministère de l'Agriculture, 103 millions de quintaux en augmentation de 7,8% par rapport à 2017.

Pour leur part, les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration quoiqu'à un rythme modéré, soit 2,9% après 2,8%.

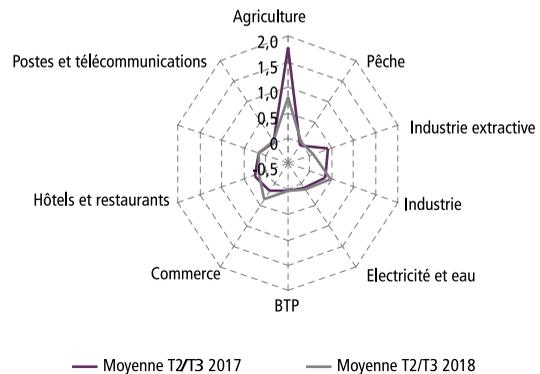
Graphique 5.2 : PIB par composante
(aux prix de l'année dernière, variation en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Sur le plan sectoriel, l'activité du secteur secondaire devrait ralentir aux deuxième et troisième trimestres de 3,5% à 2,8%, ramenant ainsi sa contribution à la croissance à 0,7 point de pourcentage. Cette évolution serait attribuable essentiellement à la nette décélération de l'activité dans les industries extractives de 22,6% à 3,6%. Le BTP maintiendrait un rythme faible ne dépassant pas 1% dans un contexte marqué par un faible niveau des ventes de ciment. A l'inverse, la valeur ajoutée des industries manufacturières et celle de la branche « Electricité et eau » poursuivraient leur amélioration avec des taux respectifs de 3,1% au lieu de 2,3% et de 5,3% après 3,3% une année auparavant.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Dans le tertiaire, l'activité devrait évoluer à un rythme autour de 3% après 2,6% un an auparavant. Cette évolution refléterait l'accélération de l'activité dans la branche "commerce" de 2% à 4,7% et dans le secteur des postes et télécommunications de 0,6% à 2,5%. En revanche, le rythme devrait revenir de 12% à 5,9% dans la branche "hôtels et restaurants" et de 4% à 3,7% pour les services de transport.

5.4 Marché du travail et capacités de production

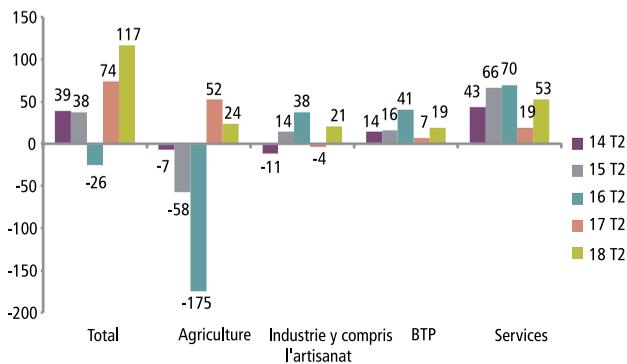
5.4.1 Activité et emploi

La situation du marché de travail a été marquée au deuxième trimestre par une nouvelle hausse de 0,8% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 12,2 millions de personnes, avec une augmentation de 0,9% dans les villes et de 0,6% dans les zones rurales. Tenant compte d'un accroissement de 1,5% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a poursuivi sa baisse, revenant de 47,3% à 47%. Par milieu de résidence, il a diminué de 0,7 point à 41,6% en milieu urbain et s'est accru de 0,7 point à 56,7% en milieu rural.

En parallèle, l'économie nationale a créé 117 mille emplois, dont 75 mille en milieu urbain. La population active occupée a ainsi progressé de 1,1%.

Au niveau sectoriel, les créations d'emplois ont concerné les services avec 53 mille postes, l'agriculture avec 24 mille, l'industrie y compris l'artisanat avec 21 mille et le BTP pour 19 mille emplois.

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



Source : HCP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a reculé de 1,9% à près de 1,1 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage a baissé de 9,3% à 9,1% au niveau national, de 14,0% à 13,7% en milieu urbain et de 3,2% à 3% en zones rurales. Cette augmentation n'a pas concerné toutefois les jeunes citadins de 15 à 24 ans, dont le taux a augmenté de 40,3% à 40,5%.

S'agissant du sous-emploi¹, son taux est revenu de 9,9% à 9,6% au niveau national, de 9,1% à 8,7% dans les villes et de 10,8% à 10,6% en zones rurales.

3.4.3 Productivité et salaires

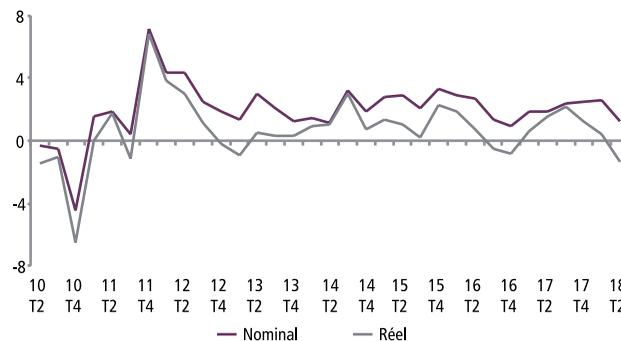
La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles² a connu une décélération de 2,6% à 1,5% de son rythme d'accroissement. Cette évolution est le résultat d'un léger ralentissement de 3% à 2,9% de la valeur ajoutée et d'une accélération de 0,3% à 1,4% du volume d'emploi.

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

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

Pour ce qui est des coûts salariaux, les données du deuxième trimestre de l'année attestent d'une hausse, en glissement annuel, de l'indice des salaires moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, de 1,3% après 1,9% en termes nominaux et d'un recul de 1,3% contre un accroissement de 1,5% en termes réels.

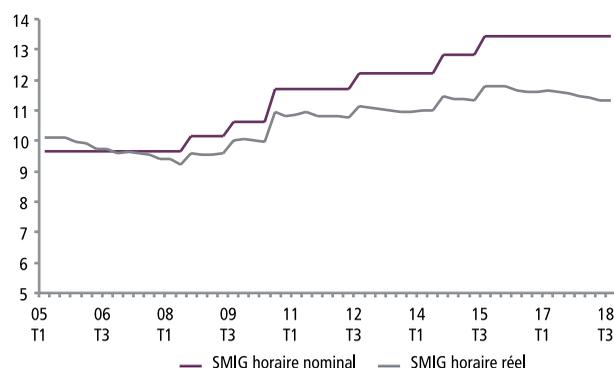
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

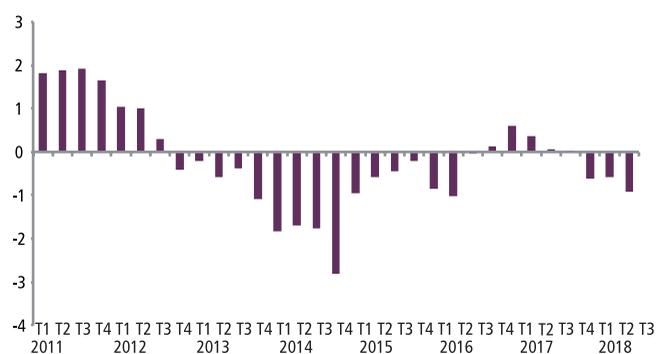
Pour le SMIG horaire, il s'est maintenu, au deuxième trimestre 2018, à 13,46 dirhams en termes nominaux. Tenant compte d'une progression de 2,6% de l'indice des prix à la consommation, il aurait accusé, en termes réels, un repli de 2,5% en glissement annuel et devrait baisser de 2% au troisième trimestre 2018.

Graphique 5.6 : SMIG horaire (en dirhams)



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours des deuxième et troisième trimestres 2018.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)

Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2017	T2 2018
Taux d'activité (en %)	47,3	47,0
Urbain	42,3	41,6
Rural	56,0	56,7
Taux de chômage (en %)	9,3	9,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	23,5	23,1
Urbain	14,0	13,7
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	40,3	40,5
Rural	3,2	3,0
Créations d'emplois (en milliers)	116	117
Urbain	77	75
Rural	39	42
Secteurs		
- Agriculture	52	24
- Industrie y compris l'artisanat	-4	21
- BTP	7	19
- Services	19	53
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	2,6	1,5
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	1,9	1,3
Réel	1,5	-1,3

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le dernier rapport sur la politique monétaire, l'inflation s'est sensiblement accélérée au deuxième trimestre 2018, atteignant 2,6% en moyenne après 2% un trimestre auparavant. Entamée au troisième trimestre 2017, cette tendance haussière s'est inversée en juillet. L'inflation est, en effet, revenue à 2,1% en juillet et à 1,7% en août, sous l'effet principalement de l'atténuation de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Ces derniers ont connu une progression moyenne de 3,1% au cours des deux derniers mois au lieu de 9,1% au deuxième trimestre. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés ont vu leur rythme d'évolution décélérer de 2,9% à 2,7% en relation avec la dissipation de l'effet du rehaussement antérieur de la TIC sur certaines catégories de tabacs. L'inflation sous-jacente qui traduit la tendance fondamentale des prix ressort à 1,1% en moyenne, rythme identique à celui enregistré au trimestre passé.

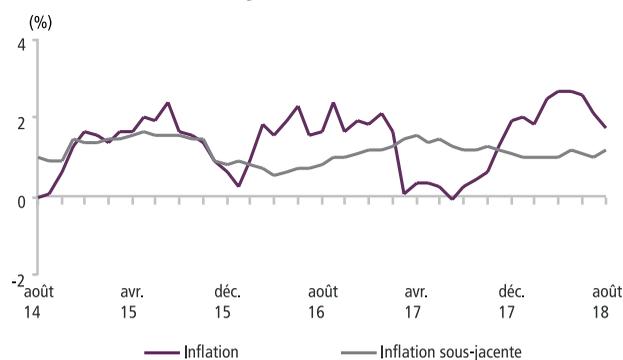
L'inflation devrait ainsi terminer le troisième trimestre avec une moyenne de 2% et sa composante sous-jacente avoisinerait 1%.

6.1. Evolution de l'inflation

Après s'être établie à 2,6% au deuxième trimestre 2018, l'inflation a décéléré à 2,1% en juillet et à 1,7% en août.

Ce ralentissement est lié principalement à sa composante alimentaire à prix volatils dont les prix n'ont progressé que de 1,5% au lieu de 4,7% en juillet et 9,1% au deuxième trimestre. Les tarifs des produits réglementés ont vu leur rythme décélérer de 2,9% en juin à 2,7% en juillet et en août. L'inflation sous-jacente s'est établie à 1,1% en moyenne durant la même période, rythme inchangé par rapport au deuxième trimestre.

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		
	juin 18	juil. 18	août 18	juin 18	juil. 18	août 18
Inflation	0,2	-0,9	-0,1	2,5	2,1	1,7
- Produits alimentaires à prix volatils	0,3	-6,3	-1,0	7,8	4,7	1,5
- Carburants et lubrifiants	1,0	-0,2	0,0	9,2	11,8	9,3
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	2,9	2,7	2,7
Inflation sous-jacente	0,3	0	0	1,1	1	1,2
- Produits alimentaires	0,3	-0,4	0,2	1,1	0,8	1,3
- Articles d'habillement et chaussures	0,5	-0,2	0,0	1,0	0,9	1,0
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,1	0,3	0,3	1,6	1,7	1,9
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,5	-0,1	1,0	1,4	1,2
- Santé ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4
- Transport ²	0,4	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
- Communication	0,0	-0,3	0,0	0	-0,3	-0,3
- Loisirs et cultures ¹	0,0	0,1	-0,1	1,5	1,6	1,4
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
- Restaurants et hôtels	0,4	0,2	-0,2	2,2	2,3	1,6
- Biens et services divers ¹	0,0	0,1	0	1,6	1,8	1,7

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

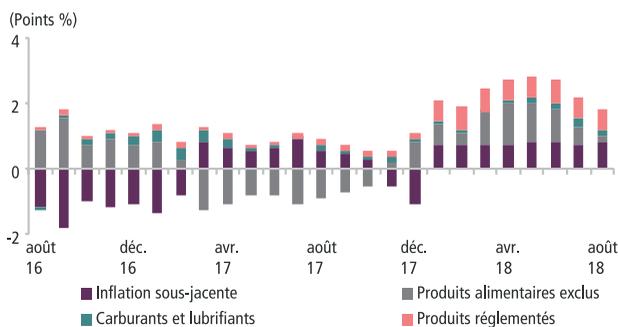
Sources : HCP et calculs BAM.

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

La hausse de la demande des denrées alimentaires fraîches, habituellement observée à l'approche et au cours du mois de Ramadan, s'est traduite par une augmentation sensible des prix des produits alimentaires à prix volatils au deuxième trimestre 2018. Ces derniers se sont en effet accrus de 9,1% au cours du deuxième trimestre, résultant principalement du renchérissement des fruits et des poissons frais.

A partir du mois de juillet, ils ont connu un net ralentissement de leur rythme d'évolution en liaison avec l'amélioration de l'offre de certains légumes frais et l'atténuation de l'effet de la hausse antérieure de la demande sur quelques produits frais.

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

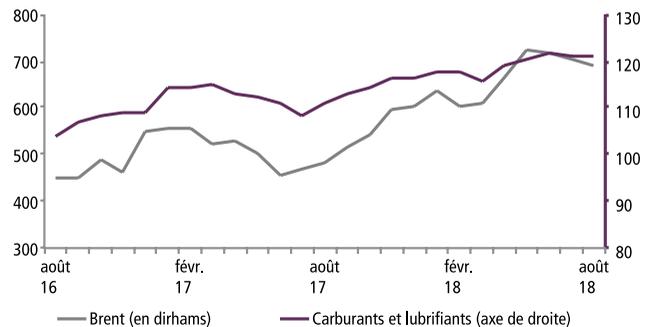


Sources : HCP et calculs BAM.

En l'absence de nouvelles décisions réglementaires, les tarifs des produits réglementés ont vu leur hausse s'atténuer légèrement en juillet et août pour s'établir à 2,7% au lieu de 2,9% au deuxième trimestre, en lien avec la dissipation de l'effet du relèvement, en juillet 2017, de la TIC sur certaines catégories de tabacs.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont augmenté en moyenne de 10,5% au lieu de 7% au deuxième trimestre.

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



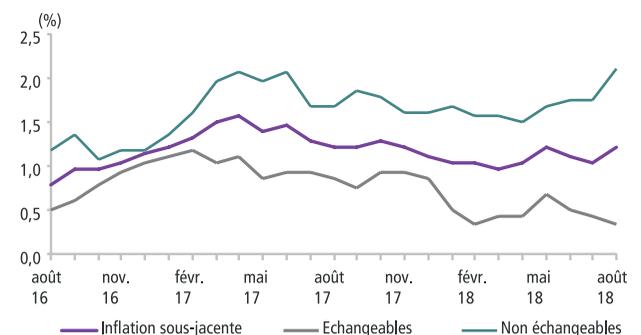
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

Au cours des mois de juillet et août, l'inflation sous-jacente est restée en moyenne sur le même rythme enregistré au deuxième trimestre, soit 1,1%. De même, la progression des produits alimentaires qui y sont inclus s'est maintenue à 1% en moyenne sur la même période.

La ventilation du panier de l'IPCX indique une décélération de l'inflation des biens échangeables, compensée par une accélération de celle des non échangeables.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

En effet, la hausse des prix des biens échangeables s'est limitée à 0,3% en moyenne au lieu de 0,6% au deuxième trimestre, en liaison avec la décélération du rythme d'accroissement des prix des « huiles » de 1,4% à 1% et de celui des « huiles et graisses » de 12,8% à 9,5% ainsi qu'avec la baisse des prix des

« légumineuses sèches » de 1,5% après une progression de 4,4% le trimestre précédent.

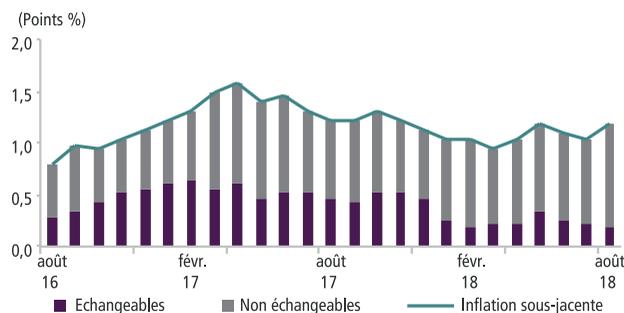
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation mensuelle			Variation annuelle		
	juin 18	juil. 18	août 18	juin 18	juil. 18	août 18
Biens échangeables	0,0	-0,1	-0,2	0,5	0,4	0,3
Biens non échangeables	0,4	-0,1	0,4	1,7	1,7	2,1
Inflation sous-jacente	0,3	0,0	0,0	1,1	1,0	1,2

Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens non échangeables ont progressé de 1,9% en moyenne, soit un rythme légèrement supérieur à celui du trimestre passé.

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

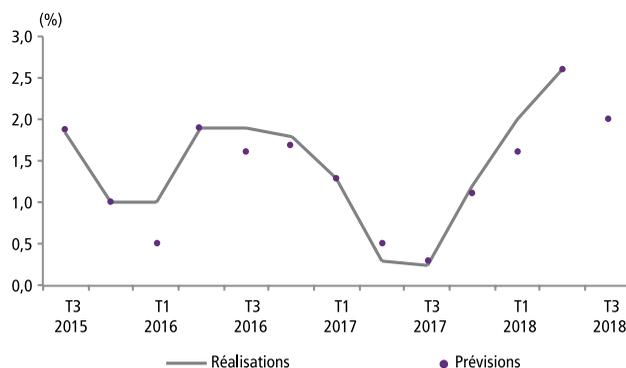
Le troisième trimestre 2018 devrait connaître l'inversion de la tendance haussière de l'inflation qui devrait se situer autour de 2%, tirée principalement par le sensible repli prévu du rythme de progression des prix des produits alimentaires volatils. Ce dernier devrait revenir de 9,1% à 3,9% traduisant l'atténuation de l'effet de la hausse ponctuelle de la demande et l'amélioration de l'offre de certains produits.

L'inflation sous-jacente qui traduit la tendance fondamentale de l'inflation devrait se limiter à 1%

au prochain trimestre. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés devraient voir leur hausse ralentir à 2,7% avec la poursuite de la dissipation de l'effet du rehaussement, en juillet 2017, de la TIC sur certaines catégories de tabac.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants s'inscriraient en hausse de 9% après 7% un trimestre auparavant.

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

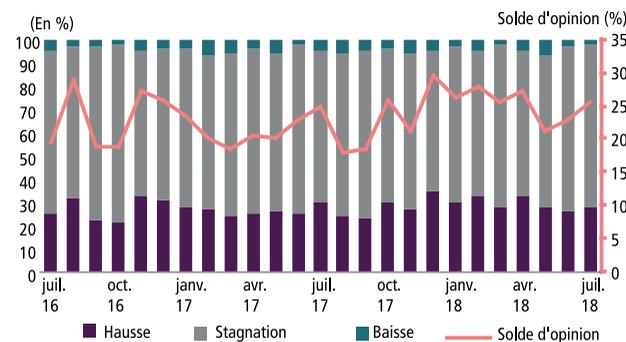


Sources : BAM.

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie conduite au mois d'août 2018, indiquent que 28% des industriels enquêtés anticipent une hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que seuls 2% prévoient une baisse et 70% tablent sur une stagnation. Le solde d'opinion ressort ainsi à 25%.

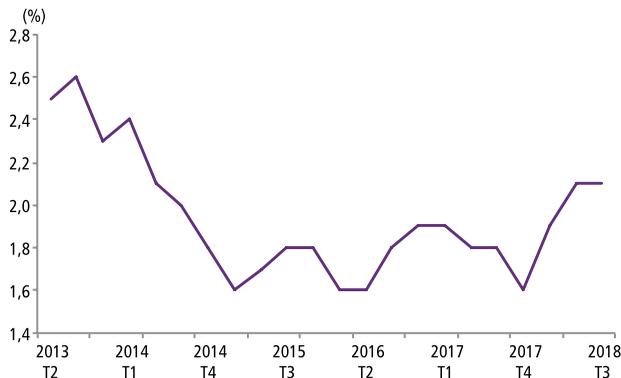
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au troisième trimestre 2018 indiquent que les experts financiers anticipent une inflation de 2,1% à l'horizon de huit trimestres, soit un taux inchangé par rapport au trimestre passé.

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

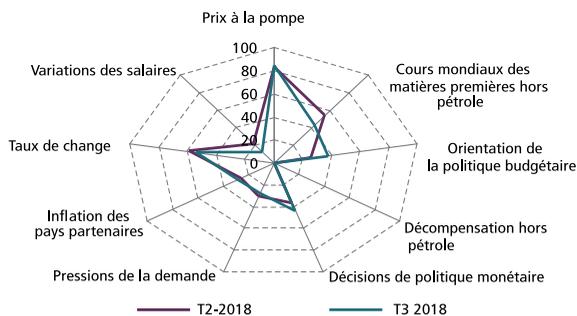


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

Selon ces derniers, les évolutions des prix à la pompe et du taux de change, les décisions de politique monétaire ainsi que l'orientation de la politique budgétaire influenceraient significativement la tendance future de l'inflation.

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



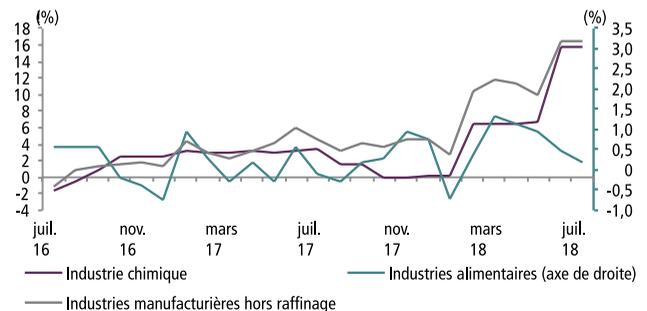
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à la production

Après leur faible hausse en 2017, les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage se sont

inscrits dans une tendance haussière avec un rythme plus rapide affichant le taux de 3,2% en juillet après 2,4% au deuxième trimestre et 1,5% au premier trimestre. Cette accélération est tirée principalement par l'augmentation de 15,7% en juillet après 9,6% des prix à la production de l'industrie chimique. L'évolution des prix à la production industrielle est également imputable, mais dans une moindre mesure, à l'augmentation progressive, depuis le début de l'année, du taux de progression des prix à la production des industries de fabrication de textiles, atteignant 2,5% en juillet après 1,8% en moyenne au deuxième trimestre. De même, la hausse des prix à la production de la branche de fabrication des équipements électriques s'est maintenue à un niveau élevé de 8,8% depuis janvier 2018 et a significativement contribué à la dynamique des prix à la production.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

L'économie mondiale continuerait à croître à un rythme soutenu en 2018, avant de ralentir en 2019. Les perspectives restent toutefois entourées d'importants risques, en lien notamment avec l'intensification de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et certains de ses partenaires, la persistance des incertitudes concernant les modalités du Brexit, ainsi qu'avec les pressions sur les monnaies de certaines économies émergentes.

Dans les pays avancés, l'activité aux Etats-Unis maintiendrait sa vigueur en 2018, à la faveur des mesures fiscales, avant de décélérer en 2019, sous l'effet notamment de la dissipation des effets de ces dernières et de la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED. Dans la zone euro, l'activité devrait connaître une certaine modération à moyen terme, impactée en partie par les incertitudes entourant les relations commerciales mondiales ainsi que par le durcissement prévu des conditions monétaires.

Les risques devraient peser également sur les perspectives des pays émergents. En 2018 en particulier, la croissance au Brésil devrait connaître une amélioration moins importante que prévu et continuerait en Russie à être supportée essentiellement par les niveaux élevés des cours mondiaux du pétrole. Pour sa part, l'économie chinoise demeurerait résiliente, bénéficiant des politiques budgétaire et monétaire accommodantes, tout en poursuivant sa décélération sous l'effet de la politique de rééquilibrage de son économie.

Sur les marchés des matières premières, la tendance haussière des cours du pétrole devrait s'inverser en 2019. Pour leur part, les prix des produits alimentaires enregistreraient de légères baisses à moyen terme.

Dans ces conditions, et tenant compte particulièrement de la consolidation de la demande intérieure, l'inflation devrait se situer à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED aux Etats-Unis, et s'établirait dans la zone euro à des niveaux inférieurs à celui de la BCE.

Au niveau national, la dynamique des exportations se poursuivrait à moyen terme, tirée par la poursuite de la performance des phosphates et dérivées en 2018 et par une hausse notable prévue des ventes du secteur automobile à moyen terme, suite en particulier à la mise en production de l'usine Peugeot attendue en 2019. En parallèle, le rythme de progression des importations devrait s'accélérer en 2018, sous l'effet notamment d'un alourdissement de la facture énergétique, avant de ralentir en 2019. Les recettes de voyages et les transferts des MRE devraient rester en 2018 proches de leurs niveaux de 2017, avant d'enregistrer des hausses en 2019. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse notamment d'entrées de dons des partenaires du CCG de 4,8 milliards de dirhams en 2018 et de 2,1 milliards en 2019, le déficit du compte courant se creuserait à 4% du PIB en 2018 et reviendrait à 3,7% en 2019. Pour ce qui est des IDE, l'hypothèse d'afflux équivalents à 3,6% du PIB en 2018 et en 2019 a été maintenue.

Dans ces conditions, les RIN se stabiliseraient quasiment à près de 240,8 milliards de dirhams à fin 2018 et atteindraient 252,3 milliards au terme de 2019. Leur couverture en mois d'importations de biens et services se situerait ainsi à 5 mois et 10 jours et à 5 mois et 18 jours respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, elles resteraient globalement appropriées. En particulier, la dépréciation du taux de change effectif réel (TCER) devrait se poursuivre en 2018, bien qu'à un rythme moindre que prévu en juin en raison de la dépréciation plus importante qu'attendu des monnaies de certaines économies émergentes, notamment la Turquie. En 2019, le TCER devrait se stabiliser, l'appréciation nominale du dirham en termes effectifs devant être contrebalancée par une inflation domestique inférieure à celle des partenaires et concurrents. Pour sa part, la progression du crédit au secteur non financier devrait rester modérée, avec des taux prévus à 4% en 2018 et à 4,5% en 2019.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire a été revu à la hausse à 3,7% du PIB en 2018. Il devrait revenir à 3,3% du PIB en 2019, sous l'effet des efforts de maîtrise des dépenses et de mobilisation des ressources.

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

Dans ce contexte, l'inflation devrait s'accélérer de 0,7% en 2017 à 2,1% en 2018, reflétant une hausse sensible des prix des produits exclus de sa composante sous-jacente, avant de revenir à 1,2% en 2019. Sa tendance fondamentale devrait, toutefois, décélérer à 1% en 2018, en lien particulièrement avec le ralentissement de la hausse des prix de certains produits alimentaires observé durant les huit premiers mois de l'année, avant de passer à 1,2% en 2019.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

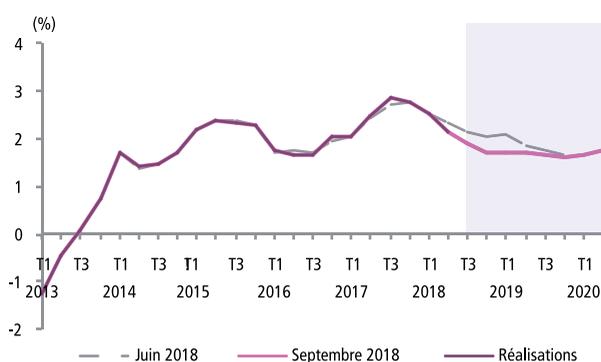
Solidité de l'économie mondiale, avec toutefois une accentuation des risques baissiers sur ses perspectives

L'économie mondiale continuerait de croître à un rythme soutenu en 2018, avant de ralentir en 2019. Les risques à la baisse se sont toutefois sensiblement accentués, en lien essentiellement avec l'intensification de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et certains de ses partenaires, la persistance des incertitudes concernant les modalités du Brexit, ainsi qu'avec les pressions sur les monnaies de certaines économies émergentes.

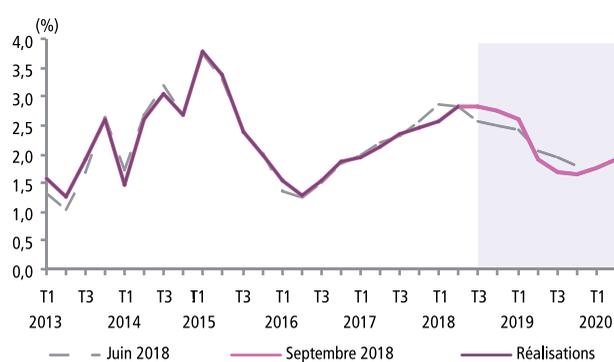
Après s'être établie à 2,2% en 2017, la croissance s'accélérait aux Etats-Unis à 2,8% en 2018, bénéficiant en particulier des mesures fiscales, avant de ralentir à près de 2% en 2019 en lien principalement avec la dissipation des effets de ces mesures et la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED. En outre, la vigueur du marché du travail devrait se poursuivre, avec des taux de chômage qui resteraient en deçà de leur niveau d'équilibre. En revanche, dans la zone euro, la croissance connaîtrait une certaine modération, revenant de 2,5% à 2,1% en 2018 et à 1,7% en 2019, impactée par les incertitudes entourant l'évolution du commerce mondial, les tensions politiques dans certains pays membres, ainsi que par le durcissement prévu des conditions monétaires. Toutefois, les conditions sur le marché du travail devraient rester favorables, avec une baisse du taux de chômage à 8,4% en 2018 et en 2019.

Pour les pays émergents, la guerre commerciale, les tensions politiques et les pressions sur leurs monnaies devraient peser sur les perspectives de leur croissance. En 2018 en particulier, la croissance au Brésil devrait connaître une amélioration moins importante que prévu, impactée par les grèves des transports routiers, tandis qu'elle continuerait en Russie à être supportée essentiellement par les niveaux élevés des cours mondiaux du pétrole. Pour sa part, l'économie chinoise devrait rester résiliente face aux tensions commerciales avec les Etats-Unis et enregistrerait une croissance proche de l'objectif de son Gouvernement en 2018, à la faveur de l'orientation accommodante des politiques monétaire et budgétaire. Elle continuerait toutefois de décélérer, sous l'effet de la politique de rééquilibrage de son économie.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : prévisions GPMN¹, août 2018.

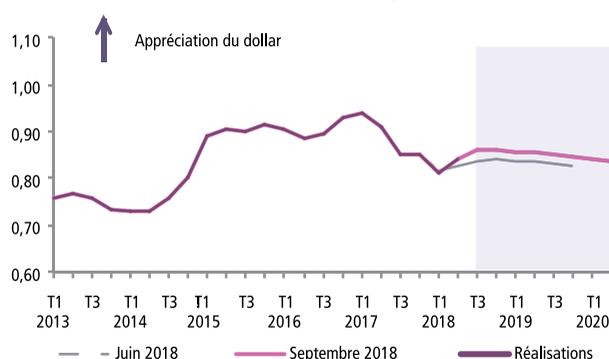
¹ Global Projection Model Network.

Remontée du dollar face à l'euro

L'euro a poursuivi sa dépréciation face au dollar entamée en avril 2018, due essentiellement à la modération des perspectives de croissance dans la zone euro et à l'instabilité politique dans certains pays membres. En outre, plusieurs autres facteurs ont supporté le dollar, notamment la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la FED, la vigueur de l'activité économique américaine, ainsi que la montée de l'aversion au risque liée à l'escalade des tensions commerciales au niveau mondial. Tenant compte de ces évolutions, les prévisions à moyen terme de la parité euro-dollar ont été légèrement révisées en faveur du dollar.

Parallèlement, et bien qu'à des rythmes différenciés, les banques centrales des principaux pays avancés s'orientent vers une normalisation de leurs politiques monétaires. En particulier, la BCE a réitéré en septembre qu'elle mettra fin à ses achats nets d'actifs à fin décembre 2018, si les données confirment ses perspectives d'inflation à moyen terme, et qu'elle maintiendra les taux à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à l'été 2019 et aussi longtemps que nécessaire pour assurer un ajustement durable de l'inflation. De son côté, afin de faire face au risque de surchauffe de l'économie, la FED poursuivrait la normalisation de sa politique monétaire, à travers une poursuite de l'augmentation des taux des fonds fédéraux et de la réduction graduelle de son bilan.

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD



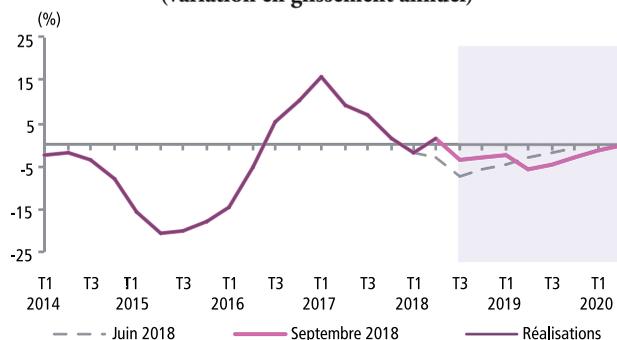
Source : prévisions GPMN, août 2018.

Renchérissement des produits énergétiques en 2018 et baisse prévue en 2019

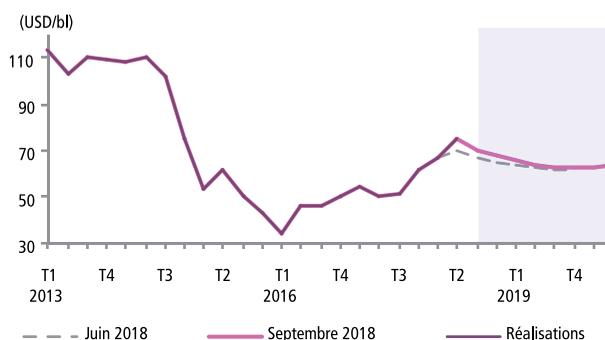
Les évolutions sur le marché pétrolier ont été marquées par une forte volatilité au cours des derniers mois, sur fond de risques accrus de perturbation de l'offre mondiale. En effet, malgré l'accord des pays de l'OPEP sur une hausse de la production, l'accentuation des tensions géopolitiques et le rétablissement des sanctions contre l'Iran ont exercé des pressions à la hausse sur les cours du Brent. Ces derniers se sont établis à 71,5 \$/bl en moyenne au cours des huit premiers mois de 2018 et devraient se situer pour l'ensemble de l'année à 69,8 \$/bl en moyenne, en révision à la hausse de 2,7 dollars par rapport à l'exercice de juin. En 2019, les prix devraient baisser à 63,8 \$/bl, sous l'effet conjugué d'une augmentation de la production, notamment aux Etats-Unis, et de la décélération prévue de l'activité mondiale. Sur le marché des fertilisants, les dernières projections de la Banque mondiale datant d'avril indiquent une hausse en 2018 des cours du DAP et du TSP et, dans une moindre mesure, de ceux du phosphate brut, qui devrait se modérer en 2019. Pour leur part, les prix mondiaux des produits alimentaires, devraient enregistrer de légères baisses sur l'horizon de prévision.

Dans ces conditions, et tenant compte particulièrement de la consolidation de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis devrait s'établir à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED, soit 2,5% en 2018 et 2,2% en 2019. Dans la zone euro, elle demeurerait inférieure à l'objectif de la BCE, avec des taux prévus à 1,7% en 2018 et à 1,4% en 2019.

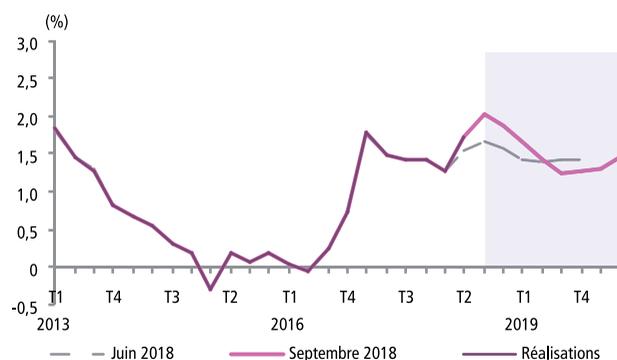
Graphique 7.4 : Indice des prix des produits alimentaires (variation en glissement annuel)



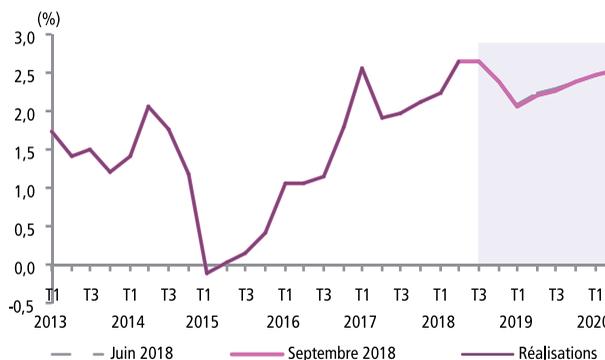
Graphique 7.5 : Prix du Brent



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source: prévisions GPMN, août 2018.

Une production céréalière de 103 millions de quintaux en 2018

Au niveau national, la production céréalière au titre de la campagne agricole 2017-2018 s'est établie à 103 millions de quintaux, contre 95,6 millions de quintaux un an auparavant, soit une hausse de 7,8% contre 2,7% retenue en juin. Parallèlement, la prévision de la composante hors céréales a été légèrement révisée à la baisse, sur la base des réalisations moins importantes que prévu de certaines productions, en l'occurrence les arboricultures fruitières, l'élevage, les légumineuses et les cultures sucrières.

En 2019, l'hypothèse d'une production céréalière de 70 millions de quintaux est retenue.

Déficit budgétaire supérieur à 3% à moyen terme

Le déficit budgétaire devrait se situer à 3,7% du PIB contre 3,4% prévu en juin. Cet ajustement traduit une révision à la baisse des recettes fiscales et de l'hypothèse relative aux entrées de dons des pays du CCG. En parallèle, les dépenses ont été ajustées à la hausse intégrant principalement les nouvelles hypothèses relatives aux cours du pétrole et au taux de change.

Pour 2019, et sous l'effet de la poursuite des efforts de maîtrise des dépenses et de mobilisation des ressources, le déficit devrait revenir à 3,3% du PIB.

7.2 Projections macroéconomiques

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

Le déficit du compte courant devrait se creuser de 3,6% du PIB en 2017 à 4% du PIB en 2018, sous l'effet essentiellement de l'alourdissement de la facture énergétique. En 2019, il devrait revenir à 3,7% du PIB, avec en particulier l'accélération prévue des ventes de la construction automobile.

Après une hausse de 10,1% en 2017, les exportations augmenteraient de 8,2% en 2018 et de 6,8% en 2019, tirées essentiellement par une poursuite de la performance des ventes du secteur automobile, avec la mise en production attendue de l'usine Peugeot en 2019, et par la hausse de celles des phosphates et dérivés particulièrement en 2018. Quant aux importations, leur rythme de progression devrait s'accélérer de 6,5% en 2017 à 7,3% en 2018, avant de ralentir à 3,4% en 2019, reflétant les évolutions de la facture énergétique. Pour ce qui est des recettes de voyage et des transferts des MRE, ils devraient rester en 2018 à des niveaux proches de ceux réalisés en 2017 et s'accroîtraient de près de 4% en 2019.

Pour ce qui est des dons en provenance des pays du CCG, il est supposé une entrée de 4,8 milliards en 2018 et de 2,1 milliards en 2019. S'agissant des IDE, l'hypothèse d'afflux équivalents à 3,6% du PIB en 2018 et en 2019 a été maintenue.

Dans ces conditions, les RIN devraient quasiment se stabiliser à près de 240,8 milliards de dirhams à fin 2018 et atteindraient 252,3 milliards au terme de 2019. Leur couverture en mois d'importations de biens et services se situerait à 5 mois et 10 jours et 5 mois et 18 jours respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

	Réalizations						Prévisions		Ecart (Sept./Juin)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
Exportations de biens* (variation en %)	5,7	0,3	8,3	8,6	3,5	10,1	8,2	6,8	2,4	-0,2
Importations de biens* (variation en %)	8,2	-0,8	2,0	-4,9	10,3	6,5	7,3	3,4	0,1	-0,3
Recettes de voyages (variation en %)	-1,8	-0,4	7,7	-1,4	5,0	11,9	0,5	4,0	-7,5	0,0
Transferts des MRE (variation en %)	0,6	-1,5	-0,8	4,8	4,0	5,7	1,0	4,1	-5,0	0,0
Solde du compte courant (en % PIB)	-9,5	-7,7	-6,0	-2,1	-4,2	-3,6	-4,0	-3,7	-0,1	-0,1
Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services	4,0	4,2	5,4	6,0	6,2	5,6	5,3	5,6	-0,5	0,0

* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

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

La dépréciation du taux de change effectif réel devrait se poursuivre en 2018, bien qu'à un rythme moindre que prévu en juin en raison de la dépréciation plus importante qu'attendu des monnaies de certaines économies émergentes, notamment la livre turque. En 2019, le TCER devrait se stabiliser, l'appréciation nominale du dirham en termes effectifs devant être contrebalancée par une inflation domestique inférieure à celle des partenaires et concurrents.

Compte tenu de la révision des prévisions des réserves internationales nettes et de la hausse importante de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait se creuser à 56,9 milliards de dirhams à fin 2018 et devrait quasiment stagner à 56,4 milliards au terme de 2019. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il devrait finir l'année par une progression de 4% et s'accroître de 4,5% en 2019. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la croissance de l'agrégat M3 devrait décélérer à 3,7% en 2018 avant de s'accélérer à 4,8% en 2019.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

	Réalizations				Prévisions		Ecart (Sept./Juin)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	3,8	0,3	3,9	3,8	4,0	4,5	0,0	0,0
M3 (variation en %)	6,2	5,7	4,7	5,5	3,7	4,8	-1,5	0,6
Excédent ou besoin de liquidité, en MMDH	-40,6	-16,5	-14,7	-40,9	-56,9	-56,4	-17,1	3,2

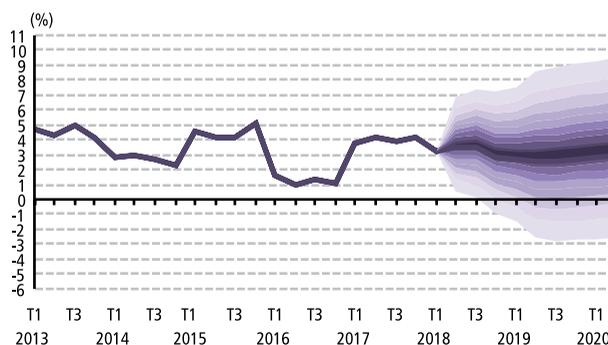
Poursuite de la reprise lente des activités non agricoles

Tirant profit d'une bonne campagne agricole pour la deuxième année consécutive, la croissance nationale devrait se situer à 3,5% en 2018 après 4,1% en 2017. Cette évolution recouvre une décélération de 15,4% à 5,1% de la valeur ajoutée agricole, en légère révision à la baisse comparativement à juin, et une poursuite du redressement des activités non agricoles avec une hausse de leur valeur ajoutée de 3,3% après 2,7% un an auparavant.

Cette évolution devrait se traduire du côté de la demande par un raffermissement de sa composante intérieure, tirée principalement par l'investissement qui devrait maintenir un rythme de croissance soutenu, en ligne avec l'accroissement prévu des importations de biens d'équipement. En revanche, la consommation finale des ménages devrait connaître une décélération de sa progression. Pour leur part, la contribution des exportations nettes à la croissance ressortirait négative, sous l'effet de la poursuite de la dynamique des importations de biens et services. De leur côté, les exportations, bien qu'en décélération, maintiendraient un taux de croissance soutenu, tirant profit notamment de la bonne tenue du secteur automobile.

En 2019, l'activité économique poursuivrait son ralentissement avec une croissance de 3,1%, reflétant une baisse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole normale, alors que l'amélioration des activités non agricoles devrait se poursuivre, leur valeur ajoutée étant prévue en hausse de 3,7%. Par composante de la demande, cette évolution reflète une baisse de la contribution positive de la demande intérieure, imputable notamment au ralentissement prévu de la consommation finale des ménages, lui-même lié en particulier à une diminution des revenus agricoles. Parallèlement, la contribution négative des exportations nettes devrait s'atténuer, résultat d'une décélération du rythme d'accroissement des importations. Les exportations devraient, pour leur part, rester dynamiques, en lien en particulier avec la mise en production de l'usine Peugeot.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2018 - T2 2020), en glissement annuel *



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

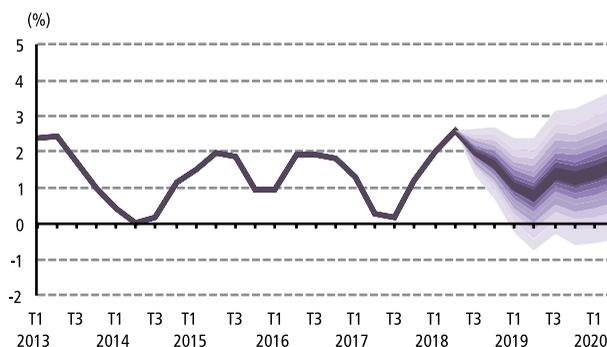
	Réalizations				Prévisions		Ecart (Sept./Juin)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2018	2019
Croissance nationale	2,7	4,5	1,1	4,1	3,5	3,1	-0,1	-0,1
VA agricole	-2,2	11,9	-13,7	15,4	5,1	-1,6	-0,6	0,1
VA non agricole	2,7	1,8	2,2	2,7	3,3	3,7	0,1	0,2
Impôts sur les produits nets des subventions	9,7	18,1	8,8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

Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Accélération de l'inflation en 2018, tout en restant à un niveau modéré sur l'horizon de prévision

L'inflation devrait augmenter de 0,7% en 2017 à 2,1% en 2018. En effet, le rythme de la hausse des prix des produits réglementés devrait s'accroître, traduisant le relèvement de la TIC sur les tabacs bruns et des droits de timbres. De même, après une baisse une année auparavant, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient marquer une hausse. Pour sa part, quoiqu'en décélération par rapport à 2017, la hausse des prix des carburants et lubrifiants devraient se poursuivre, en ligne avec les évolutions prévues des cours mondiaux du pétrole et du dollar. En revanche, l'inflation sous-jacente devrait décélérer de 1,3% à 1%, en lien en partie avec le ralentissement observé durant les huit premiers mois de l'année de la hausse des prix de certains produits alimentaires qui y sont inclus.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2018 - T2 2020)*



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

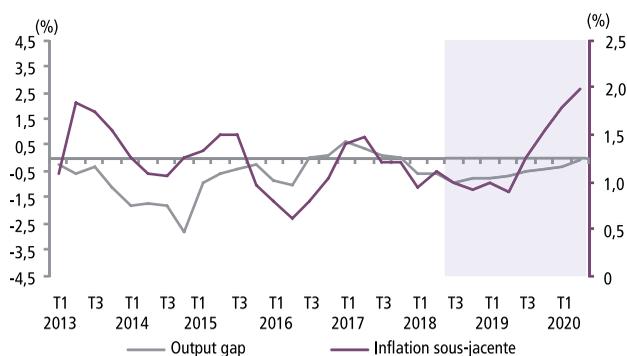
Tableau 7.4 : Inflation

	Réalizations				Prévisions			Ecart (Sept./Juin)	
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Horizon de 8 trimestres	2018	2019
Inflation	0,4	1,6	1,6	0,7	2,1	1,2	1,4	-0,3	-0,2
Inflation sous-jacente	1,2	1,4	0,8	1,3	1,0	1,2	1,3	-0,1	-0,4

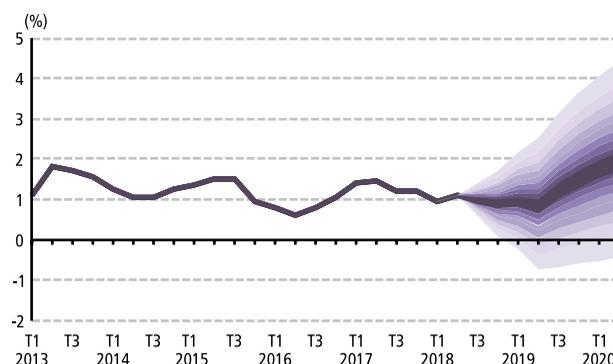
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

En 2019, l'inflation devrait décélérer à 1,2% sous l'hypothèse de la dissipation de l'effet de la hausse des produits alimentaires et énergétiques. Sa composante sous-jacente devrait, toutefois, augmenter à 1,2%, avec la résorption du cycle négatif de la demande intérieure.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2018 - T2 2020)*



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

Sources : HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

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

En ce qui concerne la croissance, les incertitudes autour de la vigueur de la reprise de l'activité économique mondiale s'accroissent. L'intensification de la guerre commerciale entre les États-Unis et certains de ses partenaires et ses effets éventuels de contagion, la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les difficultés politiques dans certains pays de la zone euro ainsi que les incertitudes persistantes entourant les modalités du Brexit pourraient induire une détérioration de la demande étrangère.

S'agissant des prévisions d'inflation, les risques identifiés peuvent induire un niveau plus élevé que prévu. Les pressions inflationnistes pourraient émaner d'un accroissement plus accentué des cours des produits énergétiques à l'international et d'éventuelles conséquences au titre du dialogue social.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	17
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	18
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	18
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	18
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique E.1.2.1	: Taux de change livre turque/dollar	20
Graphique E.1.2.2	: L'indice MSCI Turquie	20

Graphique E.1.2.3 : Inflation et décisions de politique monétaire	20
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent en dollars	21
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	21
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique E 1.3.1 : Le nombre des conflits commerciaux des Etats-Unis en 2018.....	22
Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin août	24
Graphique 2.2 : Evolution des transferts MRE	25
Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire	26
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	27
Graphique 3.3 : Variation du coût de financement des banques	27
Graphique 3.4 : Evolution du taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5 : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	28
Graphique 3.6 : Ecart monétaire	28
Graphique 3.7 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	29
Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.10 : Evolution de l'offre et de la demande	30
Graphique 3.11 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	30
Graphique 3.12 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	31
Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels au second trimestre 2018	31
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	32
Graphique 3.16 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	32
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	34
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires.....	35
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement, cumul de janvier à août	35
Graphique 4.5 : Solde budgétaire, cumul de janvier à Août	35
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor.....	36
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement, cumul de janvier à août	36
Graphique 5.1 : Dépenses de la consommation finale nationale	38
Graphique 5.2 : PIB par composante	39
Graphique 5.3 : Contributions des branches d'activité à la croissance	39
Graphique 5.4 : Créations d'emplois par secteur.....	40
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	40
Graphique 5.6 : SMIG horaire	40
Graphique 5.7 : Output-gap global	41
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente	42
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	43
Graphique 6.3 : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	43
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	44
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.....	45
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	45
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	45
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	48

Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	48
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	49
Graphique 7.4	: Indice des prix des produits alimentaires	50
Graphique 7.5	: Prix du Brent.....	50
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	50
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	50
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2018 - T2 2020)	53
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2018 - T2 2020).....	54
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	54
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2018 - T2 2020)	54

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	15
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage	17
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	22
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	24
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	24
Tableau 2.3	: Evolution des importations	25
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits à l'import	25
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services	25
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	26
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	27
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	27
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	33
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	34
Tableau 4.3	: Financement du déficit	35
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	36
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	41
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	42
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	44
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	51
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire	52
Tableau 7.3	: Croissance économique	53
Tableau 7.4	: Inflation.....	54

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1	: Les conséquences à terme du Brexit pour l'Union européenne.....	16
Encadré 1.2	: La crise monétaire en Turquie	19
Encadré 1.3	: Les implications de la guerre commerciale pour l'économie mondiale.....	22