

La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

**Thematic paper** | CROSS ASSET Investment Strategy

Novembre 2018

**Maroc :**  
des risques économiques modérés

Research  
& Macro  
Strategy

## Maroc: des risques économiques modérés



KARINE HERVÉ  
Économiste senior,  
Recherche Macroéconomique

Achévé de rédiger le 9/11/2018

### L'essentiel

La croissance devrait ralentir par rapport à 2017 mais devrait se stabiliser aux alentours de 3% cette année et en 2019. Plusieurs années de consolidation budgétaire ont porté leurs fruits. Le déficit public devrait diminuer encore mais devrait difficilement passer sous la barre des 3,5% du PIB. Le solde courant devrait légèrement se détériorer et, dans un contexte où les financements extérieurs se réduisent, pourrait peser sur le passage du dirham à un régime de change flexible. Mais dans l'ensemble, bien que des réformes structurelles sont nécessaires pour une croissance plus inclusive, à court terme les fondamentaux économiques du Maroc sont robustes et les risques économiques modérés.

### La croissance devrait se stabiliser aux alentours de 3 % cette année et en 2019

En 2017, la croissance marocaine a été supérieure à 4 % (cf. graphique PIB et ses composantes). Les autorités marocaines estiment que la croissance du PIB devrait atteindre 3.5 % cette année et en 2019 grâce à un rebond marqué du secteur agricole qui représente 14 % du PIB et qui contribue fortement à l'activité et l'emploi en zones rurales. Le FMI est un peu moins optimiste et prévoit une baisse de 0.9pp par rapport à 2017, soit une croissance de 3.2 % cette année et en 2019.

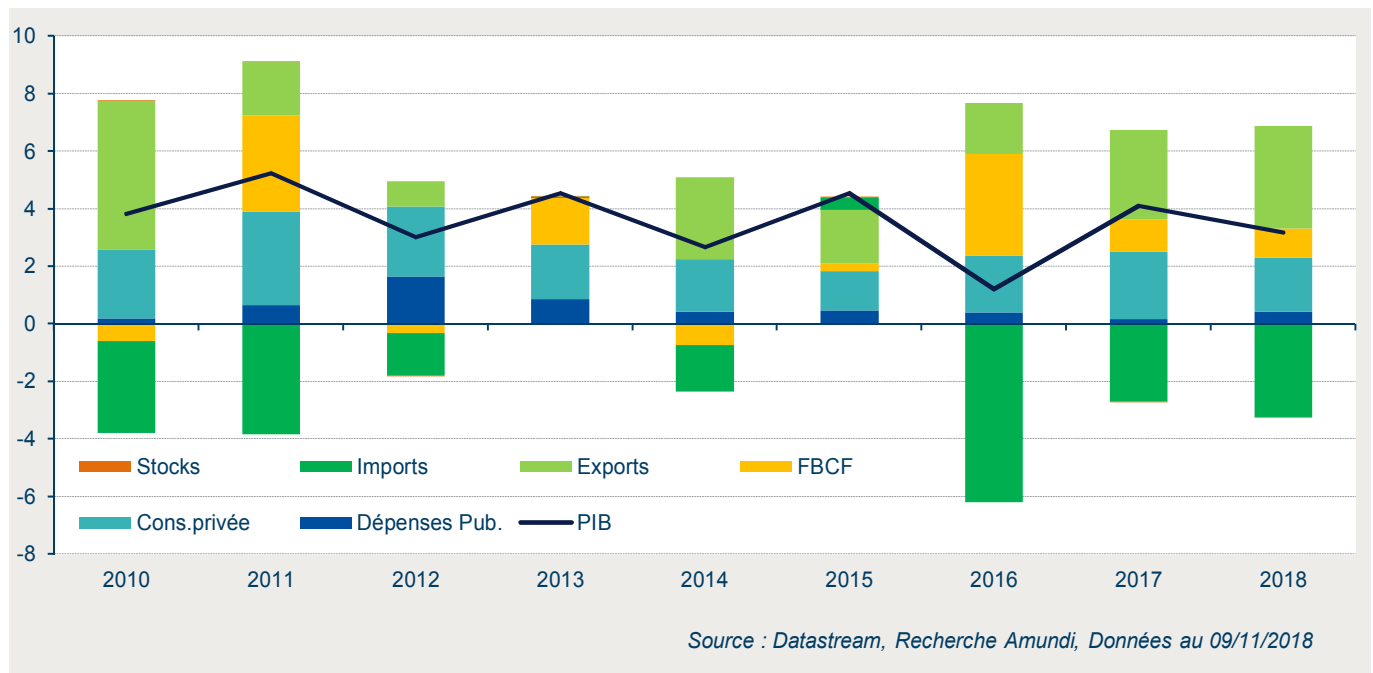
“Après une année 2017 très dynamique, la croissance ralentit.”

L'investissement soutenu par une politique monétaire relativement accommodante représente une part de plus en plus importante du PIB (35 %). Toutefois, il devrait légèrement décélérer en 2018-2019, tout comme la consommation privée. En effet, bien que le secteur manufacturier ait crû de 3 % en ga au deuxième trimestre de cette année, tiré par les secteurs automobiles et aéronautiques, les secteurs miniers et de la construction ont sous-performé. Le prix élevé du pétrole pèse sur les coûts de production et les prix à la consommation et limite la croissance de l'investissement et de la consommation privés.

En 2017, les exportations avaient augmenté de près de 9 % sous l'impulsion d'une forte demande européenne. Ce rythme devrait quelque peu décélérer sur l'horizon 2018-2019 avec la baisse de la croissance en zone euro. Les importations devraient croître plus rapidement qu'en 2017, diminuant légèrement la contribution du commerce extérieur à la croissance.

Le chômage a bénéficié du dynamisme de la croissance et était enregistré à 9 % au deuxième trimestre soit 1pp de moins que les prévisions du FMI. Toutefois, ce chiffre ne porte que sur la première partie de l'année et une légère détérioration du marché du travail ne peut être exclue au second semestre d'autant que le secteur des services et plus spécifiquement du tourisme devrait décélérer. Au-delà des chiffres, ce qu'il faut retenir c'est une tendance à la baisse du chômage pour les deux ans à venir. Mais, il faut noter que ce chiffre cache de fortes inégalités : le chômage dans les zones rurales atteint près de 15 % et celui des jeunes dépasse les 40 %.

1/ PIB et ses composantes



**Malgré la forte volatilité des prix alimentaires, l'inflation devrait rester contenue**

Après avoir fortement crû sur les premiers mois de l'année avec la hausse des prix des biens alimentaires et du prix du pétrole, grâce à de très bonnes récoltes l'inflation a rebaisé pour se situer en septembre à 1 % en ga (cf graphique Inflation). En moyenne annuelle, l'inflation se situe à 2,1 % soit relativement proche de la prévision du FMI à 2,4 % pour cette année. Le FMI prévoit une forte décélération de la hausse des prix en 2019 avec une inflation à 1,4 %. Les prix marocains sont très dépendants de l'évolution des prix des biens alimentaires et donc de la météo. Ils peuvent par conséquent être relativement volatils. Toutefois, depuis plusieurs années, ils ne dépassent que très rarement la borne haute de la cible fixée par la banque centrale marocaine (2,3 %). La probabilité d'un durcissement de la politique monétaire est donc plutôt faible.

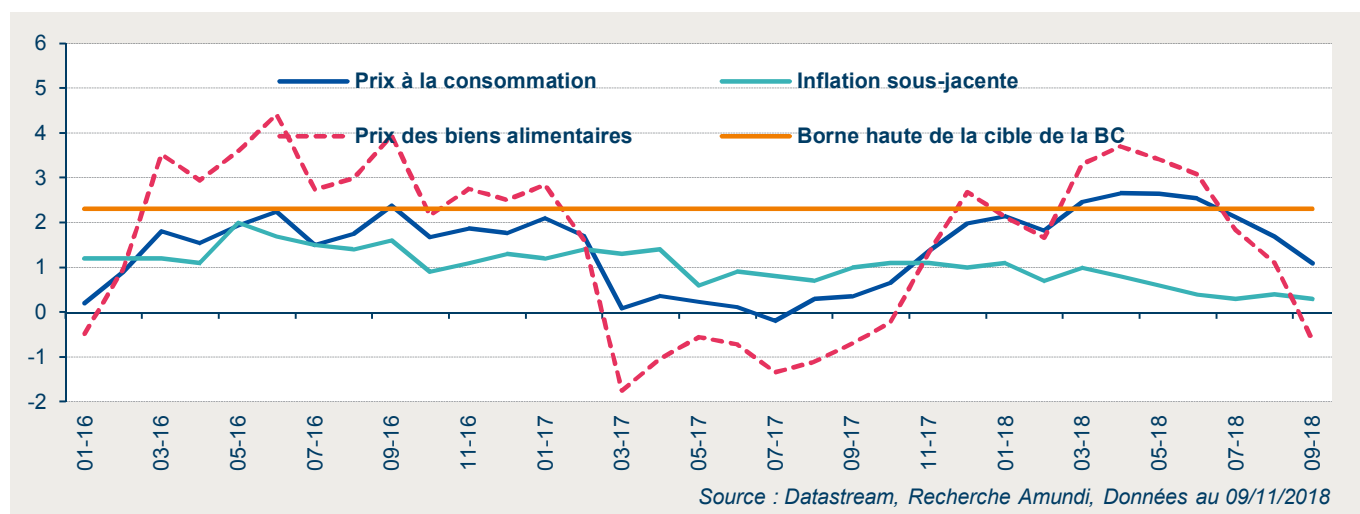
**“L'inflation demeure très dépendante de la volatilité des prix alimentaires et des prix du pétrole.”**

Les autorités marocaines ont décidé de modifier le régime de change du dirham. Actuellement ancré à un panier de devises<sup>1</sup> (il fluctue aujourd'hui dans une marge de ±2,5 %), le dirham devrait être progressivement ramené vers un régime de change flexible. Bien que les autorités marocaines assurent que le dirham est à l'équilibre, elles n'en demeurent pas moins très prudentes, conditionnant le passage à un régime de change entièrement flexible à la vigueur de l'économie, au contrôle de l'inflation, aux montants des réserves de change disponibles etc. Dans de telles circonstances, sans date butoir, il n'y a donc a priori pas de crainte à avoir sur ce sujet.

D'autres facteurs conditionneront sans aucun doute cette réforme notamment la poursuite de la consolidation budgétaire engagée depuis plus de 5 ans et la stabilité de la dette extérieure.

<sup>1</sup> Il est ancré à peu près à 60% sur l'euro et le reste sur le dollar

## 2/Inflation



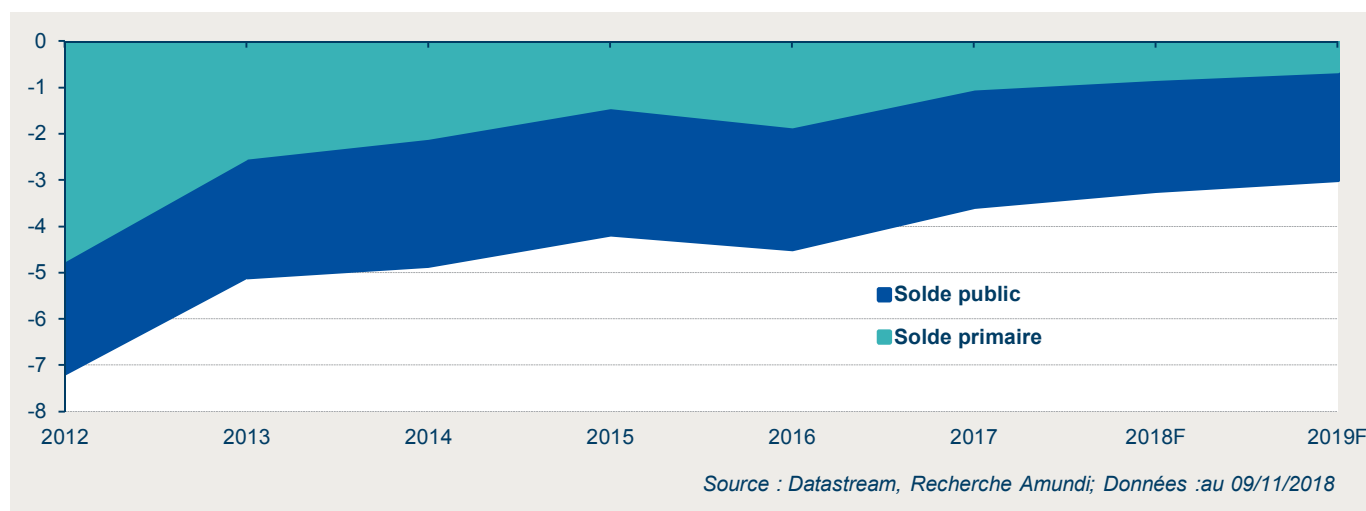
### La consolidation budgétaire mise en œuvre depuis plusieurs années devient plus laborieuse

En 2012, le déficit public atteignait des niveaux records représentant plus de 7 % du PIB (cf. graphique solde public). Six années de consolidation budgétaire (forte baisse des dépenses, réforme du système de subventions au secteur énergétique, réforme des retraites, réforme fiscale) ont porté leurs fruits. Le FMI estime que cette année, le déficit public pourrait être que de 3,2 %. Les autorités marocaines sont en revanche un peu moins optimistes et prévoient un déficit pour l'année équivalent à celui du mois de septembre à savoir 3,6 % du PIB; en cause, a priori, une plus forte facture énergétique, des dépenses d'investissement en infrastructures plus importantes que prévu et de moindres recettes fiscales.

Selon les prévisions du FMI, le déficit public devrait atteindre la cible de 3 % en 2019. Si l'on tient compte des subventions d'État qui sont encore substantielles, du ralentissement de la croissance et des besoins de financement nécessaires aux dépenses d'éducation et de santé annoncées cet été, cette prévision nous paraît peu crédible et nous estimons qu'il faut plutôt s'attendre au mieux à une stabilisation du déficit à son niveau de 2018. Toutefois, nous pensons que le dérapage sera mineur et n'aura qu'un impact limité sur la dette publique qui devrait pouvoir se stabiliser aux alentours de 65 % du PIB.

“ Dans un contexte moins porteur, les efforts de consolidation budgétaire marquent une pause. ”

## 3/Solde public (% PIB)



**Le compte courant se détériore mais la position extérieure marocaine reste solide.**

Même si la dette extérieure ne dépassait pas les 50 % du PIB en 2017 selon les données de la banque mondiale et que les transferts des migrants sont une source de revenus importante et stable pour le pays (8 % du PIB), le déficit du compte courant (cf. graphique Balance des paiements) pourrait toutefois peser sur le passage au change flexible. En effet, après s'être amélioré en 2017 (3,6 %), il devrait de nouveau se creuser en 2018 sous l'effet de la moindre hausse des exportations que des importations, des prix du pétrole élevés et du ralentissement de la croissance évoqués au début de ce texte. Le FMI prévoit un creusement du déficit courant de près de 1pp à 4,3 % du PIB cette année et une détérioration supplémentaire en 2019 de 0,2pp.

En outre, depuis 2015 les flux d'investissement directs ont été divisés par deux et ne représentaient plus que 1,5 % du PIB à la fin du deuxième trimestre de cette année. Les réserves de change ont également diminué sur cette même période. Elles couvrent aujourd'hui moins de 6 mois d'importations contre 8 en 2015.

Ces évolutions ne sont pas dramatiques mais vont certainement être scrutées de près par les marchés. Tout dérapage du déficit courant vers le seuil fatidique des 5 % du PIB et/ou toute diminution des IDE limiteront les marges de manœuvre des autorités marocaines vers un passage au change flexible.

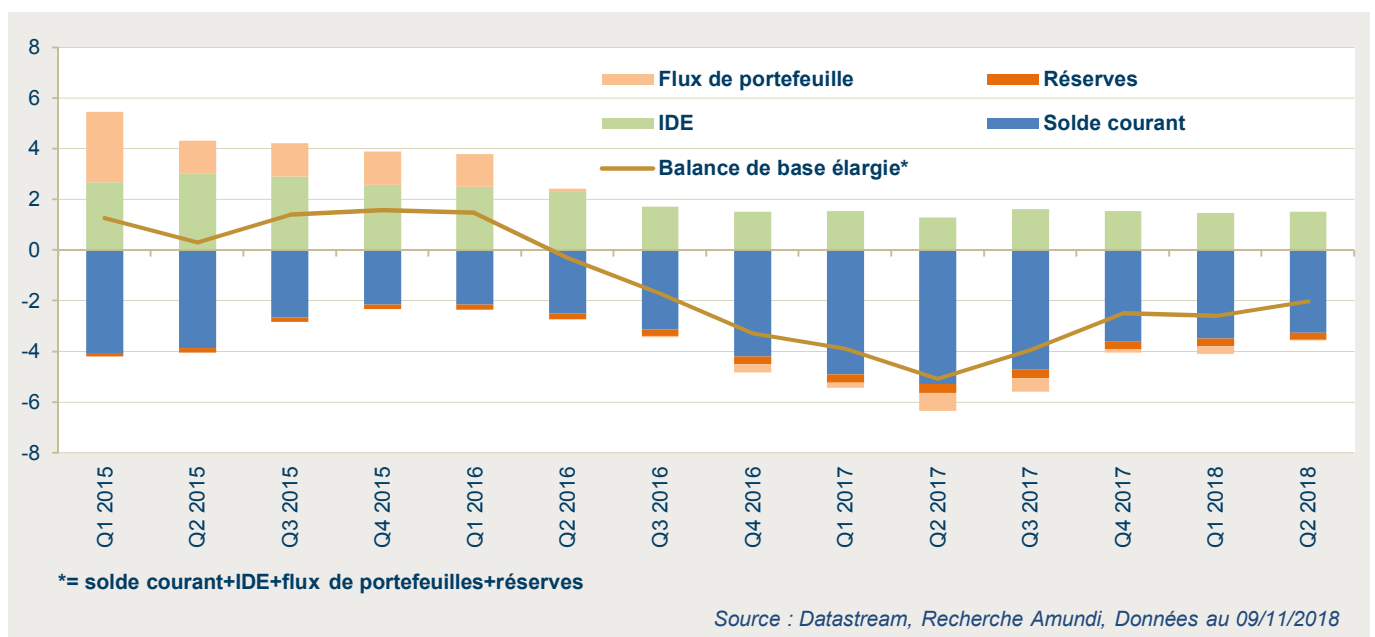
**“Le déficit du compte courant se creuse mais les sources de financement ne sont pas taries.”**

**Des risques économiques modérés à court terme**

Malgré une détérioration des fondamentaux économiques par rapport à 2017, à court terme, les risques relatifs à l'économie marocaine apparaissent relativement modérés. En effet, en l'absence d'un choc externe majeur, la croissance sera solide, l'inflation contenue, et la politique monétaire ne devrait pas connaître de durcissement marqué. L'amélioration des comptes publics marquera une pause mais les risques de dérapages apparaissent limités. La position extérieure pourrait légèrement se détériorer mais sans qu'émergent de réelles difficultés de financement.

À moyen terme les perspectives devraient être favorables. Dans les années à venir, la croissance restera dépendante des évolutions du secteur agricole. Mais les efforts de diversification de l'économie vers les autres secteurs ainsi que la flexibilité du dirham devraient être des facteurs de soutien de la compétitivité et des exportations du pays à moyen terme.

**4/ Balance des paiements (% PIB, cvs)**



Indicateurs Economiques	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Pib réel (ga%)</b>	5,2	3,0	4,5	2,7	4,6	1,1	4,1	3,2	3,2
<b>Inflation fdp (ga%)</b>	0,9	2,6	0,4	1,6	0,6	1,8	1,9	2,4	1,4
<b>Chomâge (%)</b>	8,9	9,0	9,2	9,9	9,7	9,9	10,2	10,0	9,8
<b>Dette publique (% PIB)</b>	52,5	56,5	61,7	63,3	63,7	64,9	65,1	64,4	63,8
<b>Solde public (% PIB)</b>	-6,6	-7,2	-5,1	-4,8	-4,2	-4,5	-3,6	-3,2	-3,0
<b>Solde courant (% PIB)</b>	-7,6	-9,3	-7,6	-5,9	-2,1	-4,2	-3,6	-4,3	-4,5
<b>Dette ext. brute (% PIB)</b>	30,9	33,8	36,2	43,1	44,2	47,1	46,2	na	na
<b>Réserves de change (mois d'imports)</b>	6,2	5,0	5,5	5,8	8,0	8,0	7,7	7,0	6,7
<b>MAD par USD fdp</b>	8,57	8,46	8,16	9,06	9,92	10,12	9,35	na	na

Sources : Datastream, Recherche Amundi données au 09/11/18

## Publications récentes

### THEMATIC PAPERS



#### **Maroc: des risques économiques modérés**

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

#### **Pays d'Europe centrale: Horizon 2020**

Karine HERVÉ — Recherche Macroéconomique

#### **Résultats des entreprises en 2019: un net ralentissement est à prévoir!**

Ibra WANE — Stratégie Actions

#### **La réforme des retraites française: cheval de Troie d'une meilleure maîtrise du budget de l'État?**

Valérie LETORT — Stratégie Taux

#### **Loi Pacte: quels changements pour l'épargne des Français?**

Marie BRIERE — Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs,  
Xavier COLLOT — Directeur Épargne Salariale & Retraite

#### **France: un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire**

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

#### **Profit trend and cycle analysis: a long-medium-short term sanity check**

Federico CESARINI, Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

#### **À la croisée des chemins\_panorama des marchés de taux**

Valentine AINOUS, Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit  
Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

#### **Brexit\_comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques**

Didier BOROWSKI — Responsable de la Recherche Macroéconomique  
Monica DEFEND — Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche  
Andrea BRASILI et Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique  
Bastien DRUT, Roberta FORTES et Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change  
Eric MIJOT et Ibra WANE — Stratégie Actions  
Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

#### **L'amélioration des fondamentaux des obligations accélère**

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

#### **Crédit américain contexte macroéconomique porteur: facteurs techniques à surveiller**

Valentine AINOUS — Stratégie Crédit

#### **Italie-la croissance est de retour**

Andréa BRASILI — Recherche macroéconomique

#### **Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis?**

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

#### **Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises**

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

---

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

Novembre 2018 | Thematic paper

---

### Avertissement

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, « Société par actions simplifiée » SAS au capital de 1086262605 € – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437574452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédits photos: iStock by Getty Images - ugruhan

### Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

### Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche  
PONCET Benoit, équipe de Recherche

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise sur le site:

[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)