

PARTIE 1

SITUATION ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE



1.1 Environnement international

En 2015, l'économie mondiale a été marquée par une nette décélération de l'activité dans les pays émergents et en développement liée principalement à l'essoufflement progressif de l'économie chinoise, à l'accentuation de la baisse des prix des matières premières et aux tensions géopolitiques. En revanche, bien qu'à un rythme modeste et inégal, les économies avancées ont poursuivi leur reprise, soutenue essentiellement par le raffermissement de la demande intérieure, en particulier la consommation des ménages. La croissance mondiale ressort ainsi en ralentissement à 3,1%, son rythme le plus bas depuis la récession de 2009.

Sur les marchés du travail, la situation s'est globalement améliorée dans les principaux pays avancés, en particulier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, en dépit de son orientation baissière, le taux de chômage est resté à un niveau élevé, surtout en Espagne et en Italie. Pour les grandes économies émergentes, le chômage s'est stabilisé en Chine et a augmenté au Brésil et en Russie.

Concernant les cours des matières premières, ils se sont inscrits en baisse à un rythme particulièrement marqué pour les produits énergétiques, en lien avec l'abondance de l'offre et l'affaiblissement des perspectives de croissance dans les principaux pays importateurs. Cette évolution s'est répercutée sur l'inflation, en particulier dans les économies avancées où elle a enregistré une forte diminution.

Le ralentissement de l'activité dans les pays émergents et en développement n'a pas manqué d'impacter le commerce mondial, la nette décélération de leurs importations en volume n'ayant été que partiellement compensée par la modeste amélioration de celles des économies développées. En revanche, les flux d'investissements directs étrangers (IDE) ont enregistré une importante progression recouvrant une forte hausse de ceux à destination des pays développés en particulier les Etats-Unis, un accroissement modéré vers les économies en développement et un net recul pour les pays en transition¹.

Les politiques monétaires des principaux pays avancés se sont caractérisées notamment par la poursuite de la désynchronisation des cycles monétaires aux Etats-Unis et dans la zone euro. Alors que la BCE a poursuivi son programme d'assouplissement quantitatif tout en maintenant son taux directeur proche de zéro, la Réserve Fédérale américaine (FED) a, après avoir mis fin à son programme de rachat d'actifs en octobre 2014, relevé les taux des fonds fédéraux et ce, pour la première fois depuis 2006. Au niveau des principaux pays émergents, les Banques centrales de Chine, d'Inde et de Russie ont procédé à plusieurs réductions de leurs taux directeurs, tandis que la Banque centrale du Brésil a poursuivi son resserrement monétaire. Ces évolutions se sont traduites par une sensible appréciation du dollar vis-à-vis des principales devises.

¹ La CNUCED distingue trois catégories de pays : développés, en développement et en transition.

Dans ce contexte, les conditions financières se sont globalement améliorées dans les pays développés, avec une nouvelle hausse des indices boursiers et la poursuite de la baisse des taux souverains. En outre, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur privé est passé pour la première fois depuis trois ans en territoire positif dans la zone euro et a poursuivi sa consolidation aux Etats-Unis. A l'inverse, les conditions financières se sont détériorées dans les principales économies émergentes, avec notamment une chute de leurs indices boursiers à partir du second semestre.

Enfin, le système monétaire international a été marqué par plusieurs événements importants. Il s'agit principalement de la ratification par les Etats-Unis des réformes 2010 des quotes-parts et de la gouvernance du FMI, et par la décision de cet organisme d'inclure, à partir d'octobre 2016, la monnaie chinoise dans le panier de droit de tirage spécial (DTS). Par ailleurs, deux nouvelles institutions financières ont été créées, la « Nouvelle Banque de Développement » par les BRICS¹ et la « Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures » par la Chine.

1.1.1 Croissance économique

Après un taux de 3,4% en 2014, la croissance mondiale a ralenti à 3,1% en 2015, reflétant la décélération de l'activité dans les pays émergents et en développement. La croissance dans ces derniers est revenue à 4%, poursuivant ainsi la tendance observée depuis 2011. En revanche, les pays avancés ont enregistré une légère amélioration de leur croissance de 1,8% à 1,9%, tirée notamment par l'accélération de celle de la zone euro et du Japon.

Tableau 1.1.1 : Evolution de la croissance mondiale (en %)

	2011	2012	2013	2014	2015
Monde	4,2	3,5	3,3	3,4	3,1
Economies avancées	1,7	1,2	1,2	1,8	1,9
Etats-Unis	1,6	2,2	1,5	2,4	2,4
Zone euro	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6
Allemagne	3,7	0,6	0,4	1,6	1,5
France	2,1	0,2	0,7	0,2	1,1
Italie	0,6	-2,8	-1,7	-0,3	0,8
Espagne	-1,0	-2,6	-1,7	1,4	3,2
Royaume-Uni	2,0	1,2	2,2	2,9	2,2
Japon	-0,5	1,7	1,4	0,0	0,5
Economies émergentes et en développement	6,3	5,3	4,9	4,6	4,0
Pays émergents et en développement d'Asie	7,8	6,9	6,9	6,8	6,6
Chine	9,5	7,7	7,7	7,3	6,9
Inde	6,6	5,6	6,6	7,2	7,3
Pays d'Amérique Latine et des Caraïbes	4,9	3,2	3,0	1,3	-0,1
Brésil	3,9	1,9	3,0	0,1	-3,8
Mexique	4	4	1,3	2,3	2,5
Communauté des Etats Indépendants	4,8	3,5	2,1	1,1	-2,8
Russie	4,3	3,5	1,3	0,7	-3,7
Pays émergents et en développement d'Europe	5,4	1,2	2,8	2,8	3,5
Turquie	8,8	2,1	4,2	2,9	3,8
Afrique Subsaharienne	5,0	4,3	5,2	5,1	3,4
Afrique du Sud	3,2	2,2	2,2	1,5	1,3
Moyen-Orient et Afrique du Nord	4,6	5,1	2,1	2,6	2,3

Source : FMI.

1 Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud.

Aux Etats-Unis, malgré la nette amélioration de la consommation privée en lien avec la vigueur du marché du travail, la croissance s'est stabilisée à 2,4%, freinée par la baisse de 0,6% de la demande extérieure sous l'effet notamment de l'appréciation du dollar.

Dans la zone euro, la croissance a enregistré une nette accélération de 0,9% à 1,6%, tirée par le raffermissement de la demande intérieure qui a été favorisé par la chute des prix des matières premières, l'assouplissement des conditions financières et la relative amélioration de la situation sur le marché du travail. La consommation privée a ainsi enregistré une progression de 1,7% après 0,8% et l'investissement de 2,7% après 1,3%. Dans les principales économies de la zone, la croissance est passée à 1,1% après 0,2% en France, à 3,2% au lieu de 1,4% en Espagne et à 0,8% après un repli de 0,3% en Italie. En Allemagne, en revanche, elle a connu une légère décélération de 1,6% à 1,5%.

Au Japon, en dépit de l'accentuation de la baisse de la consommation des ménages et du recul de l'investissement, le PIB a augmenté de 0,5% après une stagnation en 2014, tiré par la consommation publique. Au Royaume-Uni, la croissance est revenue de 2,9% à 2,2%, en raison principalement de la décélération de l'investissement.

Pour ce qui est des pays émergents et en développement, la croissance en Chine a baissé de 7,3% à 6,9%, son plus bas niveau en 25 ans, avec un ralentissement à la fois de la demande extérieure et de l'investissement. L'essoufflement progressif de la croissance en Chine est lié essentiellement au processus de rééquilibrage de l'économie d'un modèle fondé sur les exportations et l'industrie lourde, vers un autre davantage axé sur la consommation et les services. En Russie, le reflux des cours des produits énergétiques et la persistance des tensions géopolitiques découlant du conflit en Ukraine ont sensiblement impacté la croissance, le PIB s'étant contracté de 3,7% après une augmentation de 0,7% en 2014. Au Brésil, dans un contexte de dégradation de la situation budgétaire et de forte accélération de l'inflation, le PIB a accusé une baisse de 3,8% après une hausse de 0,1%, en relation avec le repli des cours des produits de base et le durcissement des conditions de financement extérieur. A l'inverse, l'économie indienne a poursuivi son dynamisme avec une croissance de 7,3% après 7,2%, soutenue par la consommation privée et l'investissement favorisé par les réformes structurelles visant notamment l'amélioration du climat des affaires.

En Afrique Subsaharienne, la croissance est revenue de 5% à 3,4%, reflétant en particulier une nette décélération de 6,3% à 2,7% au Nigéria et de 4% à 3,5% au Ghana, en liaison principalement avec la chute des cours des matières premières. En Afrique du Sud, les problèmes de délestage électrique à répétition continuent d'impacter la croissance qui a enregistré un léger recul de 1,5% à 1,3%.

Dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (MENA), l'accentuation des tensions géopolitiques et sociales et la baisse des revenus pétroliers ont impacté la croissance qui est revenue globalement de 2,6% à 2,3%. Dans les pays du CCG en particulier, la croissance a décéléré de 3,6% à 3,4% en Arabie saoudite et de 4,6% à 3,9% aux Emirats Arabes Unis. En Afrique du nord, elle a notamment ralenti de 2,3% à 0,8% en Tunisie et s'est accélérée en revanche de 2,2% à 4,2% en Egypte.

1.1.2 Marché du travail

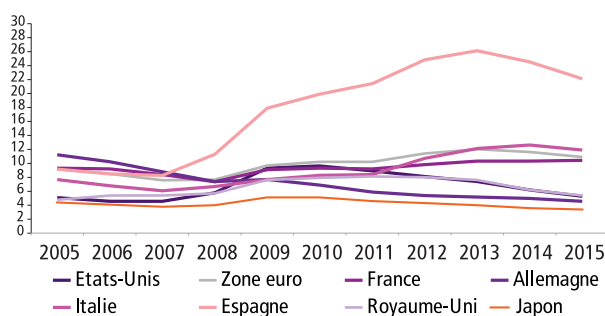
La relative amélioration de l'activité économique dans les principaux pays avancés s'est reflétée sur les marchés du travail qui ont connu un repli quasi généralisé du chômage, avec toutefois une persistance à des niveaux élevés dans certaines économies de la zone euro.

Tableau 1.1.2 : Evolution du taux de chômage (en %)

	2011	2012	2013	2014	2015
Pays avancés					
Etats-Unis	8,9	8,1	7,4	6,2	5,3
Zone Euro	10,2	11,4	12,0	11,6	10,9
Allemagne	5,9	5,4	5,2	5,0	4,6
France	9,2	9,8	10,3	10,3	10,4
Italie	8,4	10,7	12,1	12,6	11,9
Espagne	21,4	24,8	26,1	24,5	22,1
Royaume-Uni	8,1	8,0	7,6	6,2	5,4
Japon	4,6	4,3	4,0	3,6	3,4
Pays émergents					
Russie	6,5	5,5	5,5	5,2	5,6
Chine	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Brésil	6,0	5,5	5,4	4,8	6,8

Source : FMI.

Graphique 1.1.1 : Evolution du taux de chômage dans les pays avancés



Source : FMI.

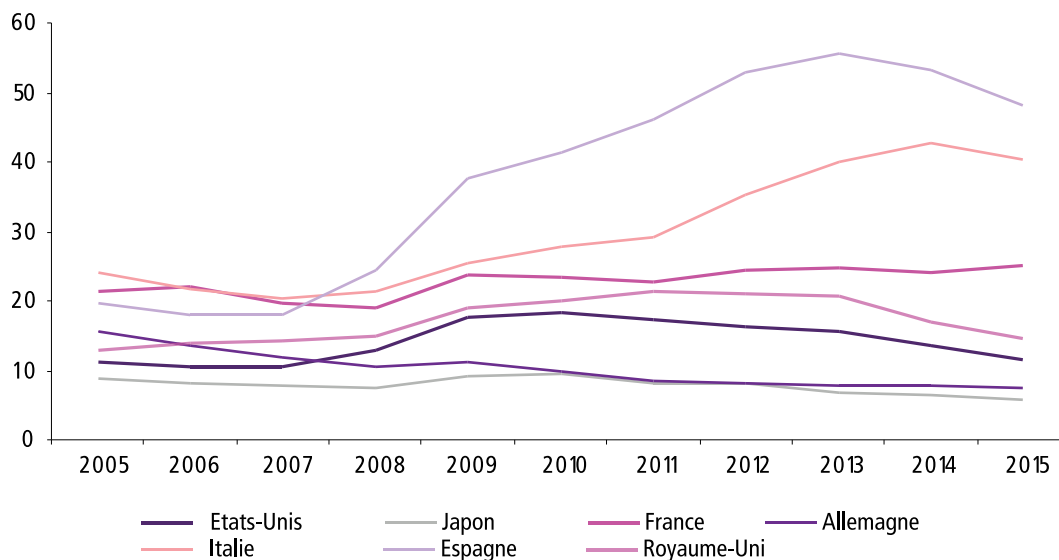
Aux Etats-Unis, la vigueur sur le marché du travail s'est poursuivie avec une forte création d'emplois et un recul du taux de chômage à 5,3%. De même, le chômage a continué son repli au Japon et au Royaume-Uni avec des baisses respectives de 3,6% à 3,4% et de 6,2% à 5,4%.

Dans la zone euro, bien que demeurant à un niveau encore élevé, le taux de chômage a enregistré un nouveau repli, revenant de 11,6% à 10,9%. Par pays, il a reculé de 24,5% à 22,1% en Espagne, de 12,6% à 11,9% en Italie et de 5% à 4,6% en Allemagne, alors qu'en France, il a enregistré une légère hausse de 10,3% à 10,4%.

Au niveau des principaux pays émergents et en développement, à l'exception de la Chine où il est resté stable à 4,1%, le taux de chômage a augmenté de 4,8% à 6,8% au Brésil et de 5,2% à 5,6% en Russie. En Afrique Subsaharienne, il s'est aggravé de 25,1% à 25,4% en Afrique du Sud, atteignant ainsi son niveau le plus élevé depuis 2004. Dans la région MENA, il a, en particulier, augmenté en Algérie de 10,6% à 11,3%, et baissé en Egypte de 13,4% à 12,9% et en Tunisie de 15,3% à 15%.

Concernant le chômage des jeunes de moins de 25 ans, il demeure élevé dans la majorité des pays avancés malgré le recul enregistré en 2015. Les niveaux les plus élevés ont été observés dans les pays périphériques de la zone euro avec un taux de 48,3% en Espagne, de 40,3% en Italie et de 49,7% en Grèce. En revanche, le Japon et l'Allemagne enregistrent les taux les plus bas, soit 5,6% et 7,3% respectivement.

Graphique 1.1.2 : Evolution du chômage des jeunes de moins de 25 ans dans les pays avancés (en%)

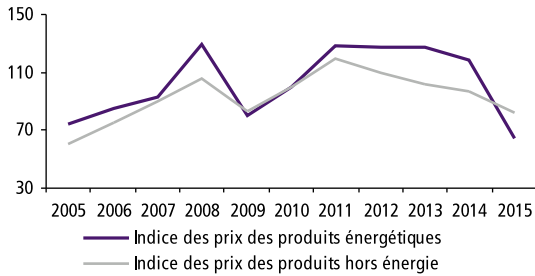


Source : Eurostat.

1.1.3 Marchés des matières premières

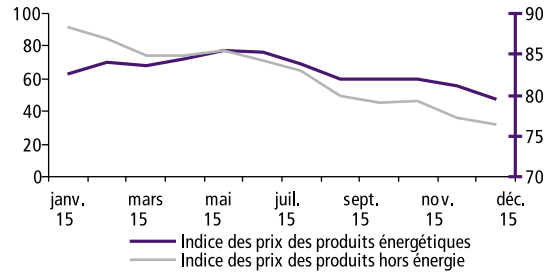
Les marchés des matières premières ont été marqués en 2015 par la poursuite du reflux des cours, avec en particulier une forte accentuation du mouvement baissier pour les produits énergétiques. Cette évolution est attribuable aussi bien à l'abondance de l'offre qu'à l'affaiblissement des perspectives de croissance dans les principaux pays importateurs.

Graphique 1.1.3 : Evolution annuelle des indices des prix des matières premières



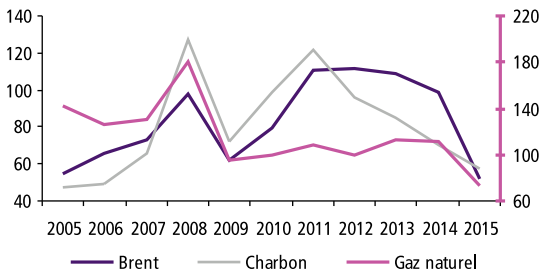
Source : Banque Mondiale.

Graphique 1.1.4 : Evolution mensuelle des indices des prix des matières premières



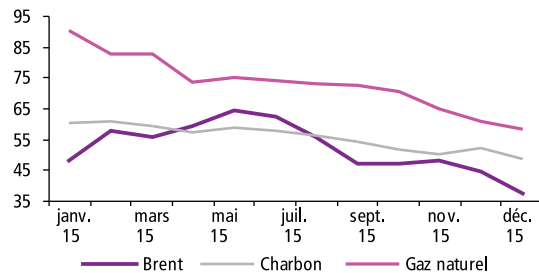
Ainsi, après un repli de 7,2% en 2014, les cours des produits énergétiques ont enregistré une forte baisse de 45,1%. Le prix du pétrole est revenu de 96,2 dollars le baril en moyenne en 2014 à 50,75 dollars et le cours du gaz naturel a reculé de 34,4%. De même, le prix du charbon a diminué de 19,8%, sous l'effet particulièrement de la faiblesse de la demande émanant de la Chine et de l'Inde qui représente près de 60%¹ de la demande mondiale.

Graphique 1.1.5 : Evolution annuelle des indices des prix des produits énergétiques



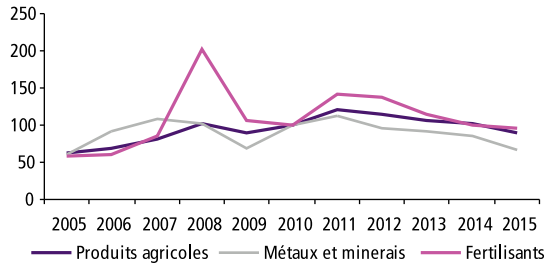
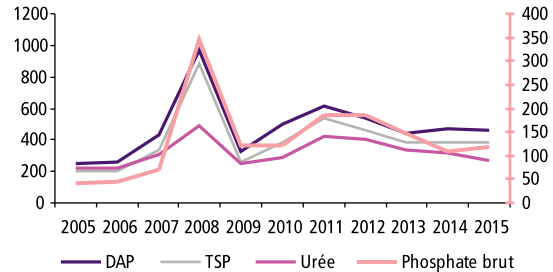
Source : Banque Mondiale.

Graphique 1.1.6 : Evolution mensuelle des indices des prix des produits énergétiques



Hors énergie, les cours des métaux et minerais ont accusé une baisse de 21,1% globalement, avec des reflux de 42,4% pour le fer, de 29,8% pour le nickel et de 26,6% pour l'étain. De même, les prix des produits agricoles se sont repliés de 13,1%, en lien essentiellement avec des conditions d'offre favorables. Le recul a été de 22,7% pour le blé, de 20,6% pour le soja et de 17,7% pour le café. Pour les fertilisants, les cours ont globalement régressé de 5%, avec des baisses de 13,7% pour l'urée, de 2,9% pour le phosphate diammonique et de 0,9% pour le triple superphosphate. En revanche, le prix du chlorure de potassium s'est accru de 1,9% et celui du phosphate brut a, après avoir enregistré une chute de 25,6% en 2014, augmenté de 6,6% à 117,5 dollars la tonne en moyenne.

1 Chiffres de 2014.

Graphique 1.1.7 : Evolution des indices des prix des produits hors énergie**Graphique 1.1.8 : Evolution des cours des phosphates et dérivés (dollar/tonne)**

Source : Banque Mondiale.

Les cours des métaux précieux se sont inscrits sur la même tendance, avec un recul de 10,4% globalement. Impactés principalement par l'appréciation du dollar, le prix de l'or a baissé de 8,3% à 1.160 dollars l'once et celui de l'argent de 17,6% à 15,7 dollars l'once en moyenne. L'orientation baissière a également concerné le cours du platine qui s'est replié de 23,9% à 1.053,3 dollars l'once, sous l'effet d'une surabondance de l'offre liée à la hausse de la production en Afrique du Sud.

1.1.4 Evolution de l'inflation

Dans ce contexte de repli des prix des matières premières, l'inflation a poursuivi sa tendance baissière s'établissant à des niveaux faibles dans les pays avancés, alors que dans les économies émergentes et en développement, elle s'est globalement stabilisée, maintenue par la dépréciation des monnaies de certaines d'entre elles. L'inflation mondiale est ressortie ainsi en décélération de 3,2% à 2,8%.

Tableau 1.1.3 : Evolution de l'inflation dans le monde (en %)

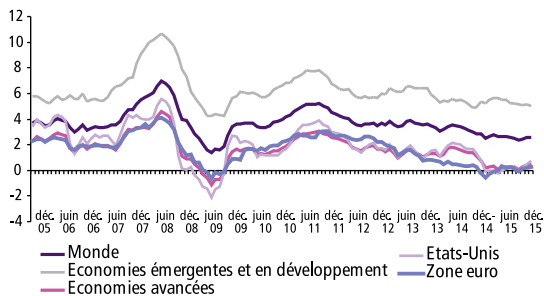
	2011	2012	2013	2014	2015
Monde	5,1	4,1	3,7	3,2	2,8
Pays avancés	2,7	2,0	1,4	1,4	0,3
Etats-Unis	3,1	2,1	1,5	1,6	0,1
Zone euro	2,7	2,5	1,3	0,4	0,0
Allemagne	2,5	2,1	1,6	0,8	0,1
France	2,3	2,2	1,0	0,6	0,1
Italie	2,9	3,3	1,2	0,2	0,1
Espagne	3,2	2,4	1,4	-0,1	-0,5
Royaume-Uni	4,5	2,8	2,6	1,5	0,1
Japon	-0,3	0,0	0,4	2,7	0,8
Pays émergents et en développement	7,1	5,8	5,5	4,7	4,7
Russie	8,4	5,1	6,8	7,8	15,5
Chine	5,4	2,6	2,6	2,0	1,4
Inde	9,5	9,9	9,4	5,9	4,9
Brésil	6,6	5,4	6,2	6,3	9,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	8,6	9,7	9,3	6,6	5,9

Source : FMI.

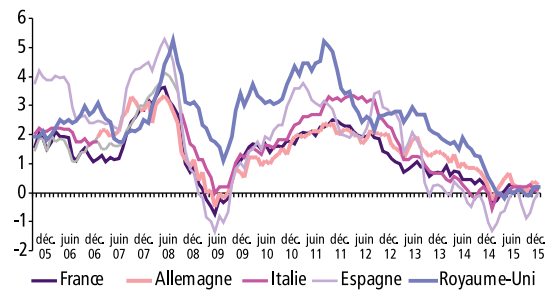
Dans la zone euro, l'inflation est revenue de 0,4% à 0%, avec des reculs de 0,8% à 0,1% en Allemagne, de 0,6% à 0,1% en France et de 0,2% à 0,1% en Italie. En Espagne, les prix à la consommation se sont repliés pour la deuxième année consécutive avec un taux de -0,5% après -0,1%. Aux Etats-Unis, l'appréciation du dollar et la modération de la hausse des salaires ont contribué à l'affaiblissement de l'inflation qui est passée de 1,6% à 0,1%. De même, l'inflation a fortement fléchi au Japon, passant de 2,7% à 0,8% et au Royaume-Uni où elle a reculé de 1,5% à 0,1%, soit son plus bas niveau depuis un demi-siècle.

Dans les pays émergents et en développement, l'inflation a baissé de 2% à 1,4% en Chine et de 5,9% à 4,9% en Inde. En revanche, sous l'effet principalement de la dépréciation de leurs monnaies, la Russie et le Brésil ont connu des hausses sensibles de l'inflation, avec des taux passant de 7,8% à 15,5% et de 6,3% à 9% respectivement.

Graphique 1.1.9 : Evolution de l'inflation dans le monde



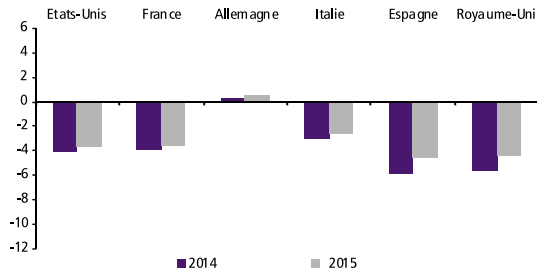
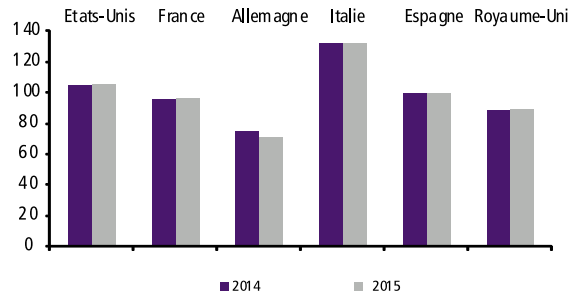
Graphique 1.1.10 : Evolution de l'inflation dans les principaux pays européens partenaires du Maroc



Source : IFS & Eurostat

1.1.5 Finances publiques

La situation budgétaire des principales économies avancées a continué son redressement en 2015, en relation avec la relative amélioration de l'activité et la poursuite des programmes d'assainissement des finances publiques dans certaines d'entre elles. Ainsi, le déficit budgétaire a diminué de 4,1% à 3,7% du PIB aux Etats-Unis, de 6,2% à 5,2% au Japon et de 5,6% à 4,4% au Royaume-Uni. Dans la zone euro, il a reculé de 2,6% à 2%, avec une réduction de 3,9% à 3,6% en France et de 3% à 2,6% en Italie ainsi qu'un renforcement du solde excédentaire en Allemagne de 0,3% à 0,6% du PIB. Le déficit s'est également atténué en Espagne de 5,9% à 4,5% et au Portugal de 7,2% à 4,4%, tandis qu'en Grèce il s'est accru de 3,9% à 4,2%.

Graphique 1.1.11 : Evolution du solde budgétaire en % du PIB**Graphique 1.1.12 : Evolution de la dette publique en % du PIB**

Source : FMI

Quant à la dette publique, son ratio au PIB a augmenté de 105% à 105,8% du PIB aux Etats-Unis et a reculé de 94,5% à 93,2% dans la zone euro, reflétant essentiellement une diminution de 74,9% à 71% du PIB en Allemagne. Dans les autres principales économies de la zone, elle a connu des hausses de 95,6% à 96,8% en France et de 132,5% à 132,6% en Italie et une baisse de 99,3% à 99% en Espagne.

Dans les pays émergents et en développement, la situation budgétaire s'est relativement dégradée avec une augmentation des déficits et des taux d'endettement. Plus particulièrement, le déficit budgétaire s'est alourdi de 6% à 10,3% du PIB au Brésil et de 0,9% à 2,7% en Chine, avec en parallèle un creusement du taux d'endettement de 63,3% à 73,7% du PIB et de 41,1% à 43,9% respectivement. Dans le même sens, les déficits budgétaires de l'Inde et de la Russie sont passés de 7% à 7,2% et de 1,1% à 3,5% et leurs ratios de dette publique respectifs se sont accrus de 66,4% à 67,2% et de 16,3% à 17,7%.

Dans la région MENA, la situation des finances publiques s'est de nouveau détériorée, impactée essentiellement par la baisse des revenus pétroliers. Dans les pays du Golfe en particulier, l'Arabie Saoudite a connu une forte accentuation de son déficit de 3,4% à 16,3% du PIB, tandis que le Qatar et le Koweït ont enregistré une baisse de leurs excédents de 18,1% à 10,3% et de 26,6% à 1,2% respectivement. En Afrique du Nord, le déficit budgétaire s'est aggravé de 7,3% à 15,3% en Algérie et de 3,4% à 4,4% en Tunisie, portant ainsi leurs taux d'endettement de 8% à 8,7% et de 50,1% à 54,5% du PIB respectivement. En revanche, en Egypte, le déficit est revenu de 12,9% à 11,7% avec toutefois un accroissement de sa dette publique de 86% à 87,7% du PIB.

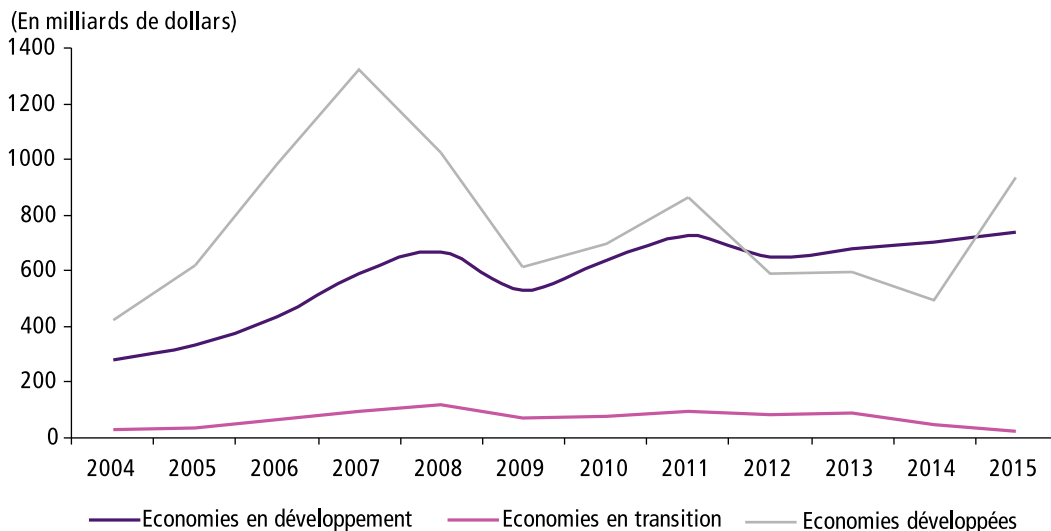
1.1.6 Commerce et IDE

En 2015, le commerce mondial a connu un ralentissement de son rythme de progression à 2,8% après 3,5% en 2014. Cette évolution recouvre une nette décélération de 3,7% à 0,5% des

importations des pays émergents et en développement, et une accélération de 3,5% à 4,3% de celles des économies avancées.

S'agissant des flux d'IDE, après une baisse de 16% en 2014, ils ont enregistré une forte progression de 36% à 1.700 milliards de dollars, soit leur niveau le plus élevé depuis 2008. Les flux à destination des pays développés ont presque doublé à 936 milliards de dollars, en liaison notamment avec des anticipations de perspectives de croissance relativement favorables. Ainsi, les flux vers les Etats-Unis ont plus que quadruplé et ceux en direction de l'Union européenne ont augmenté de 67,6%. En regard, les IDE drainés par les pays en développement ont enregistré une augmentation de 5,3% à 741 milliards de dollars, recouvrant notamment une hausse de 5,4% de ceux à destination de la Chine et un recul de 11,2% vers l'Amérique latine et de 31,4% vers l'Afrique. Pour les flux à destination des pays en transition, ils se sont contractés de 54% à 22 milliards de dollars.

Graphique 1.1.13: Evolution des entrées d'IDE (en milliards de dollars)



Source : CNUCED.

1.1.7 Comptes extérieurs

L'évolution des transactions courantes des économies avancées s'est soldée en 2015 par une consolidation de l'excédent qui est passé de 0,5% à 0,7% du PIB. Dans la zone euro, il s'est renforcé de 2,4% à 3%, avec un accroissement de celui de l'Allemagne de 7,3% à 8,5% du PIB et une amélioration de ceux de l'Italie et de l'Espagne ainsi qu'une atténuation du déficit courant en France. Dans le même sens, l'excédent des transactions courantes au Japon s'est renforcé de 0,5% à 3,3% et au Royaume-Uni, le déficit s'est atténué à 4,3% après 5,1%. En revanche, aux Etats-Unis, la position déficitaire du compte courant est passée de 2,2% à 2,6% du PIB, impactée notamment par l'appréciation du dollar.

Tableau 1.1.4 : Evolution du solde du compte courant de la balance des paiements (en % du PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015
Economies avancées	-0,1	-0,0	0,5	0,5	0,7
Etats-Unis	-3,0	-2,8	-2,3	-2,2	-2,6
Zone euro	0,2	1,3	2,0	2,4	3,0
Allemagne	6,1	7,0	6,8	7,3	8,5
France	-1,0	-1,2	-0,8	-0,9	-0,1
Italie	-3,1	-0,4	0,9	1,9	2,1
Espagne	-3,2	-0,2	1,5	1,0	1,4
Royaume-Uni	-1,7	-3,3	-4,5	-5,1	-4,3
Japon	2,2	1,0	0,8	0,5	3,3
Economies émergentes et en développement dont	1,4	1,3	0,6	0,5	-0,2
Pays émergents et en développement d'Asie	0,9	1,0	0,7	1,4	1,9
Chine	1,8	2,5	1,6	2,1	2,7
Inde	-4,3	-4,8	-1,7	-1,3	-1,3
Pays d'Amérique Latine et des Caraïbes	-1,9	-2,3	-2,6	-3,1	-3,6
Brésil	-2,9	-3,0	-3,0	-4,3	-3,3
Mexique	-1,1	-1,4	-2,4	-1,9	-2,8
Communauté des Etats Indépendants	4,1	2,4	0,6	2,1	2,8
Russie	4,8	3,3	1,5	2,9	4,9
Pays émergents et en développement d'Europe	-6,5	-4,6	-3,8	-3,1	-1,9
Turquie	-9,6	-6,1	-7,7	-5,5	-4,4
Afrique Subsaharienne	-0,7	-1,8	-2,4	-4,1	-5,9
Afrique du Sud	-2,2	-5,0	-5,8	-5,4	-4,4
Moyen-Orient et Afrique du Nord	13,9	12,9	10,8	6,0	-3,8

Source : FMI.

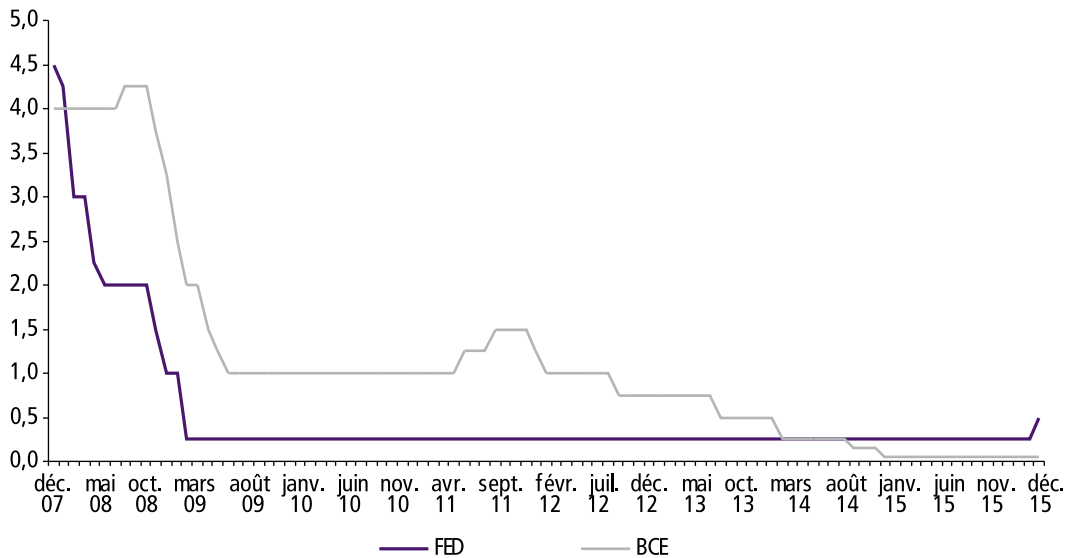
Dans les pays émergents et en développement, après un surplus de 0,5% du PIB en 2014, le solde des transactions courantes est ressorti légèrement déficitaire à 0,2%, reflétant en grande partie sa dégradation dans la région MENA où il s'est établi à -3,8% après un excédent de 6%. En Inde, le déficit du compte courant s'est stabilisé à 1,3%, tandis qu'au Brésil, il s'est atténué de 4,3% à 3,3%. Pour leur part, la Chine et la Russie ont vu leurs excédents se renforcer de 2,1% à 2,7% et de 2,9% à 4,9% du PIB respectivement.

1.1.8 Politique monétaire

Dans un contexte marqué par la persistance des risques désinflationnistes et la lenteur de la reprise de l'activité, la BCE a renforcé le caractère accommodant de sa politique monétaire. Ainsi, tout en maintenant inchangé son taux directeur à 0,05%, la BCE a réduit en décembre son taux de facilité de dépôt de 10 points de base à -0,30% et a lancé en janvier un programme étendu d'achats

d'actifs (APP¹) englobant les programmes déjà en vigueur et portant, outre les titres du secteur privé, sur les obligations souveraines. Prévu initialement jusqu'à septembre 2016, ce programme dont le montant total mensuel a été fixé à 60 milliards d'euros, a été prolongé jusqu'à fin mars 2017 et élargi aux titres émis par des administrations régionales et locales. Parallèlement, dans le cadre de sa communication prospective, elle s'est engagée à utiliser l'ensemble des instruments à sa disposition pour assurer un retour de l'inflation vers sa cible à moyen terme.

Graphique 1.1.14 : Evolution des taux directeurs de la BCE et de la FED



Source : Thomson Reuters Eikon.

De son côté, la Banque d'Angleterre a laissé inchangé son taux directeur à 0,5% et a décidé en novembre de prolonger de deux ans, jusqu'à fin 2018, son dispositif « Funding for Lending² », instauré en 2012 en collaboration avec le Trésor. De même, la Banque du Japon a maintenu son taux directeur à 0,1% et son objectif d'augmentation de la base monétaire de 80.000 milliards de yens par an. Elle a également annoncé en décembre un nouveau plan de rachat de fonds cotés en Bourse (ETF³) composés d'actions émises par des entreprises investissant de manière proactive dans le capital physique et humain. D'un montant annuel de 300 milliards de yens, ce plan devrait prendre effet à partir d'avril 2016.

En revanche, après l'avoir maintenue entre 0% et 0,25% durant les six dernières années, la FED a relevé en décembre la fourchette cible des taux des fonds fédéraux de 25 points de base à 0,25% - 0,5%. Sa décision a été motivée par l'amélioration notable du marché du travail et le

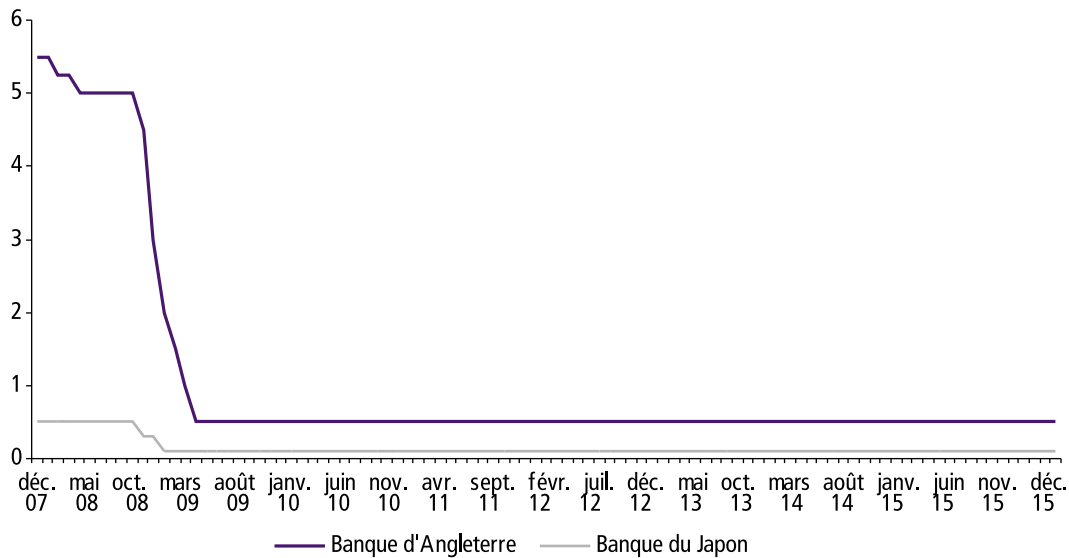
1 Asset Purchase Programme.

2 Le « Funding for Lending » est un mécanisme de refinancement à moyen terme mis en place avec le Trésor permettant aux établissements, en cas d'accroissement du volume de leurs prêts au secteur privé et notamment aux PME, d'obtenir des liquidités auprès de la Banque d'Angleterre à moindre coût pour une durée maximale de quatre ans.

3 Exchange-traded funds.

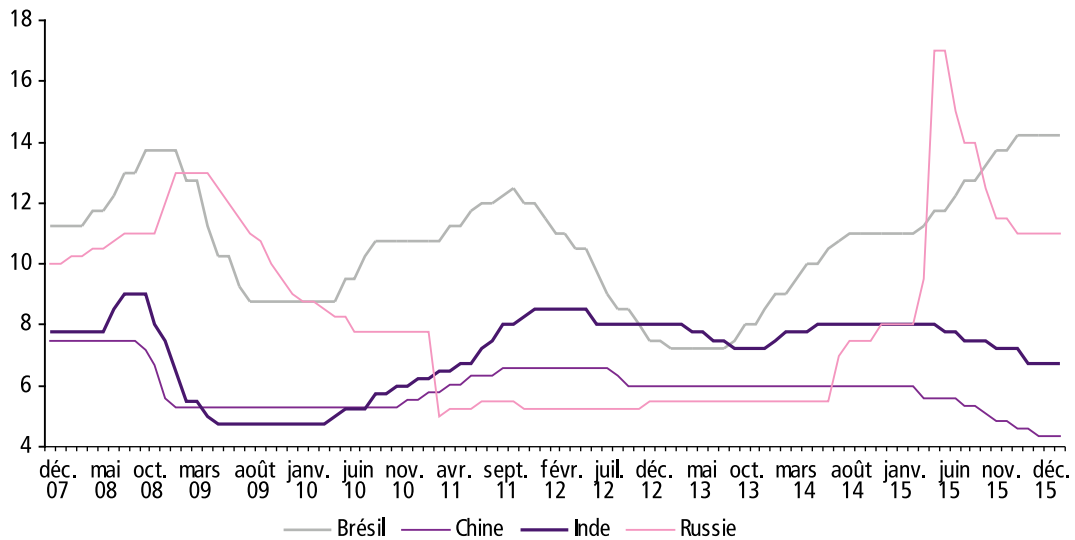
retour escompté de l'inflation vers son objectif de 2% à moyen terme. En termes d'orientation prospective, la FED a indiqué, lors de cette même réunion, que le timing et l'ampleur des futurs ajustements de la fourchette de son taux directeur dépendront de son évaluation des conditions économiques effectives et attendues en rapport avec ses deux objectifs d'un emploi maximum et d'une inflation de 2%.

Graphique 1.1.15 : Evolution des taux directeurs de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon



Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des politiques monétaires des principaux pays émergents, la Banque populaire de Chine a réduit à cinq reprises son taux directeur, le ramenant de 5,6% à 4,35%, dans l'objectif notamment d'alléger les coûts de financement des entreprises. Parallèlement, elle a procédé à un ajustement de sa politique de change qui s'est traduit par une dévaluation du yuan par rapport au dollar. De même, tenant compte de l'atténuation des risques inflationnistes et de la fragilité de la reprise, la Banque centrale d'Inde a abaissé à quatre reprises son taux directeur, passé au cours de l'année de 8% à 6,75%. En Russie, après l'avoir augmenté en 2014 de 115 points de base à 17%, la Banque centrale a, pour soutenir l'activité économique, réduit cinq fois son taux directeur, le ramenant à 11%. En revanche, pour faire face à l'augmentation continue de l'inflation, la Banque centrale du Brésil a poursuivi son resserrement monétaire en relevant à cinq reprises son taux directeur le portant à 14,25% et ce, malgré la contraction de l'activité.

Graphique 1.1.16 : Evolution des taux directeurs des principaux pays émergents

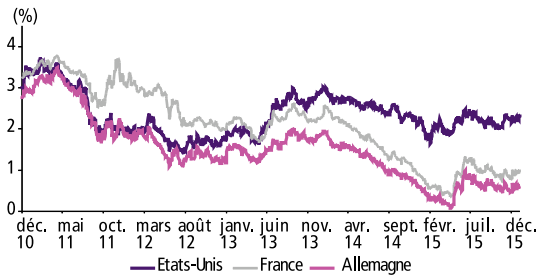
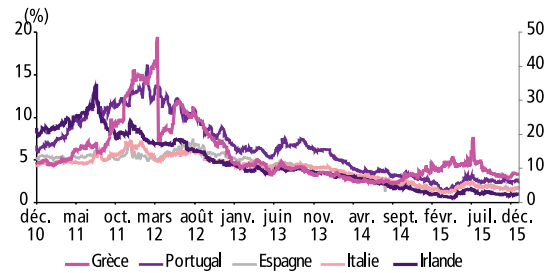
Source : Thomson Reuters Eikon

1.1.9 Marchés financiers

La relative amélioration de la situation macroéconomique et les conditions monétaires accommodantes dans les pays avancés se sont reflétées sur les marchés obligataires qui ont été marqués en 2015 par une détente des taux souverains. Ainsi, pour les Etats-Unis, le taux à 10 ans a diminué de 2,5% à 2,1%. Dans la zone euro, il a baissé de 1,2% à 0,5% pour l'Allemagne, de 1,7% à 0,8% pour la France, de 2,7% à 1,7% pour l'Espagne et de 2,9% à 1,7% pour l'Italie. Il a augmenté, en revanche, de 6,9% à 10,1% pour la Grèce en raison des incertitudes entourant la situation économique et financière du pays. Ces évolutions se sont accompagnées d'un recul notable des CDS¹ des pays périphériques de la zone euro, avec une baisse de 94,7% pour la Grèce, de 13% pour l'Italie et de 7,2% pour l'Espagne.

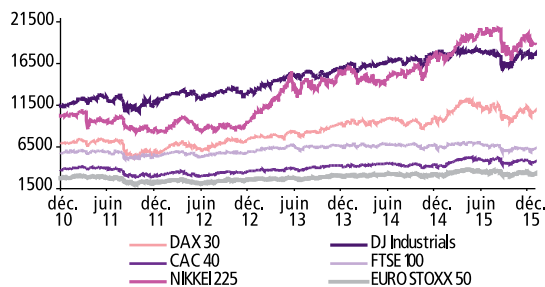
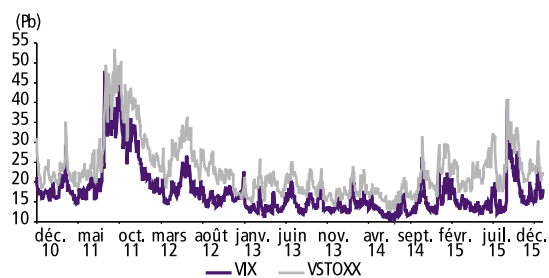
Dans les principaux pays émergents, à l'exception du Brésil où il a augmenté de 12,2% à 13,8%, le taux souverain à 10 ans a diminué de 4,2% à 3,4% pour la Chine et de 8,6% à 7,8% pour l'Inde.

¹ Les CDS (Credit Default Swaps) correspondent à des primes d'assurance contre le risque de défaut d'un emprunt.

Graphique 1.1.17 : Evolution des taux souverains à 10 ans des Etats-Unis, de la France et de l'Allemagne**Graphique 1.1.18 : Evolution des taux souverains à 10 ans des pays périphériques de la zone euro**

Source : Thomson Reuters Eikon.

Au niveau des marchés boursiers, hormis le FTSE 100 qui a accusé un recul de 1,4%, les indices des principaux pays avancés ont enregistré des performances de 9,5% pour l'EUROSTOXX 50, de 4,8% pour le Dow Jones Industrial et de 23,8% pour le NIKKEI 225. Les marchés se sont également caractérisés par une accentuation de la volatilité¹, le VSTOXX étant passé de 18,3 à 24 points de base et le VIX de 14,1 à 16,7 points de base.

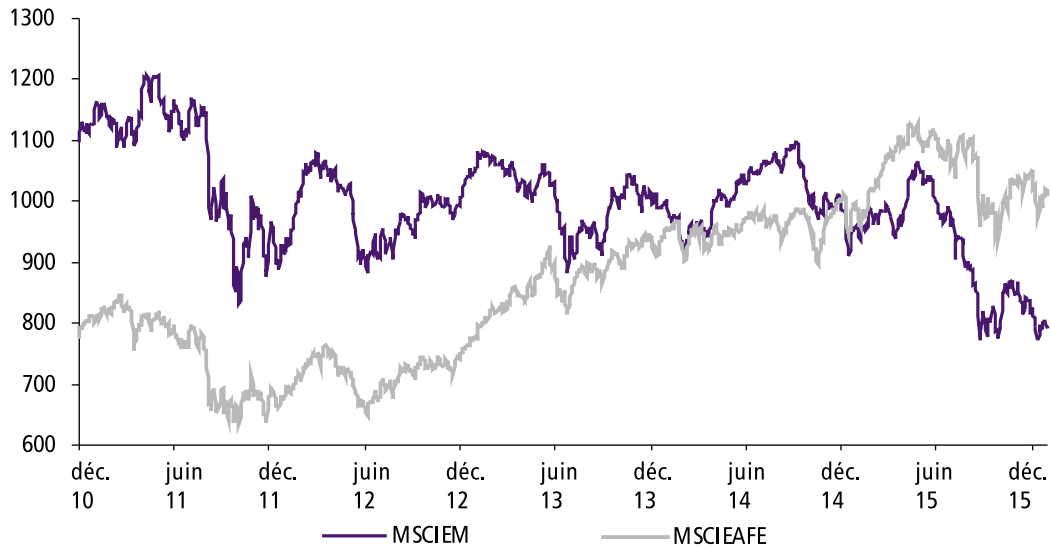
Graphique 1.1.19 : Evolution des principaux indices boursiers des pays avancés**Graphique 1.1.20 : Evolution des indicateurs de volatilité**

De son côté, l'indice MSCI EM² a marqué une baisse de 9% recouvrant notamment des chutes de 34,2% pour le Brésil et de 26,7% pour la Russie, ainsi que des hausses de 9,8% et 5,1% respectivement pour la Chine et l'Inde. L'évolution de l'indice de la Chine au cours de l'année a été marquée par une tendance haussière les cinq premiers mois suivie d'un recul en lien avec l'évolution défavorable de plusieurs indicateurs macroéconomiques.

¹ Le VSTOXX est un indicateur de référence de la volatilité des marchés boursiers européens qui mesure la volatilité de l'EUROSTOXX 50 et le VIX est un indicateur de référence de la volatilité du marché boursier américain qui mesure la volatilité de l'indice S&P 500.

² Le MSCI EM est un indice composite mesurant la performance des marchés boursiers émergents suivants : Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, République Tchèque, Egypte, Grèce, Hongrie, Pologne, Qatar, Russie, Afrique du Sud, Turquie, Emirats Arabes Unis, Chine, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Taiwan et Thaïlande.

Graphique 1.1.21 : Evolution du MSCI EM et MSCI EAFE*

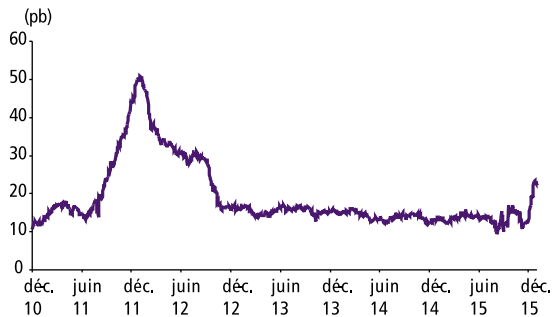


* Le MSCI EAFE est un indice composite qui regroupe les indices boursiers représentant les grandes et moyennes capitalisations des pays développés, à l'exclusion des Etats-Unis et du Canada. Il rassemble les indices des pays suivants : Australie, Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Hong Kong, Irlande, Israël, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle-Zélande, Norvège, Portugal, Singapour, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni.

Source : Thomson Reuters Eikon.

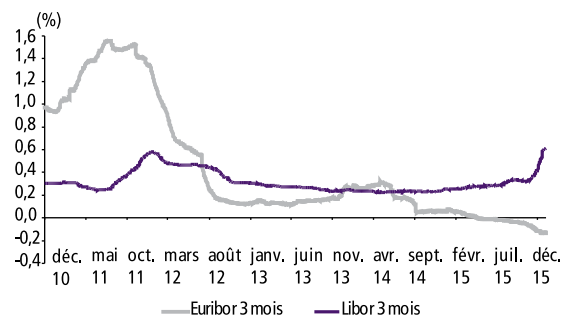
Les orientations contrastées des politiques monétaires se sont traduites par une désynchronisation de l'évolution des taux interbancaires dans la zone euro et aux Etats-Unis. Alors que l'Euribor¹ à 3 mois a reculé de 0,18% en moyenne à -0,02%, le Libor² dollar à 3 mois a augmenté de 0,23% à 0,32%. Quant au spread Libor-OIS dollar³, il a stagné à 14 points de base.

Graphique 1.1.22 : Evolution de l'écart Libor-OIS en dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.1.23 : Evolution des taux Euribor et Libor à 3 mois



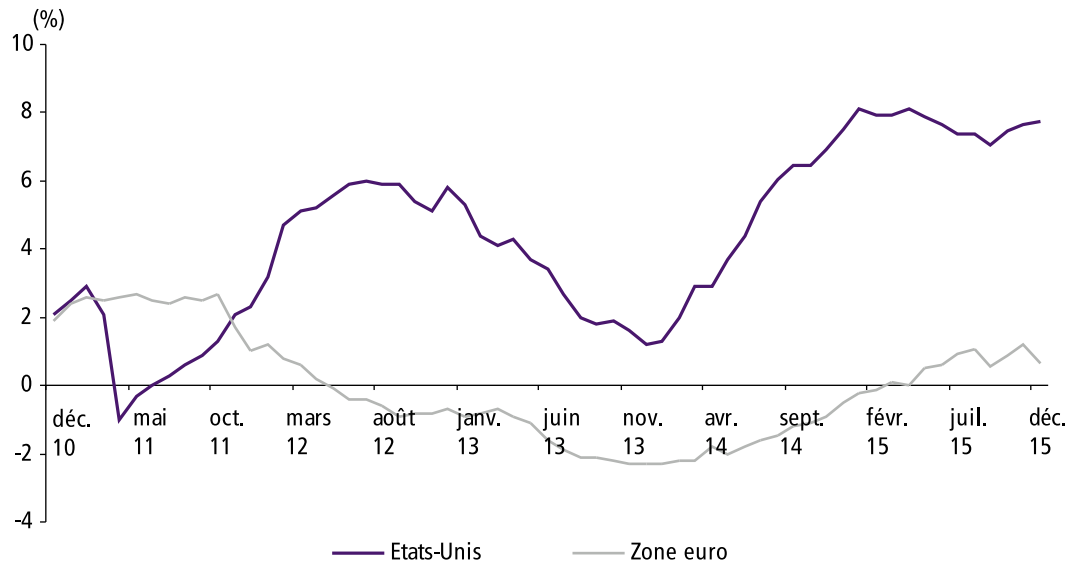
1 L'Euribor « Euro Interbank Offered Rate » est le taux de référence des emprunts pour les durées d'une semaine à 12 mois sur le marché interbancaire de la zone euro. Il est calculé sur la base des taux pratiqués par un échantillon de banques européennes les plus actives de la zone euro qui reflètent les activités du marché monétaire et sa diversité géographique.

2 Le Libor « London Interbank Offered Rate » est le taux d'intérêt de référence à court terme. Il est calculé sur la base des taux pratiqués par un échantillon de banques parmi les plus solvables du monde.

3 Le spread OIS-LIBOR traduit un risque de taux et correspond à l'écart entre le taux interbancaire à trois mois et le taux des swaps indicels à un jour (OIS) de même échéance.

Pour ce qui est du crédit bancaire, il a enregistré en mars sa première hausse en glissement annuel dans la zone euro depuis mai 2012, terminant l'année sur une croissance moyenne de 0,5%. Aux Etats-Unis, son rythme a poursuivi son accélération passant de 4,7% à 7,7%. En revanche, il a décéléré dans les principaux pays émergents, avec une progression de 4,3% après 16,1% en Russie, de 8,2% après 11% au Brésil et de 18,6% contre 20,5% en Chine¹.

**Graphique 1.1.24 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro
(en glissement annuel)**

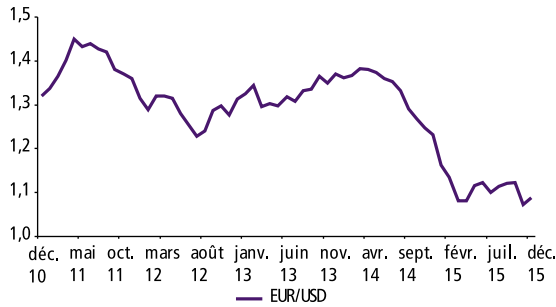


Source : Thomson Reuters Eikon.

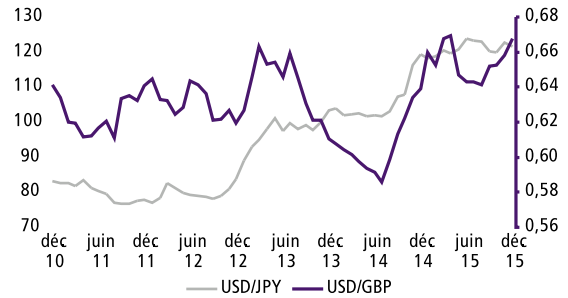
Sur les marchés des changes, les anticipations de hausse des taux de la FED, le renforcement des politiques monétaires accommodantes de la BCE et de la Banque du Japon, ainsi que les perspectives moins favorables pour les économies émergentes, ont exercé des pressions sur les principales devises qui se sont fortement dépréciées vis-à-vis du dollar. D'une fin d'année à l'autre, la dépréciation a été de 11,6% pour l'euro, de 4,2% pour la livre sterling et de 1,9% pour le yen japonais. Pour les économies émergentes, elle a atteint 31,8% pour le real brésilien, 19,8% pour le rouble russe, 5,6% pour la roupie indienne et 4,1% pour le yuan chinois. La dépréciation de ce dernier reflète également l'effet des ajustements de la politique de change de la Banque centrale de Chine.

¹ Pour la Chine, il s'agit du crédit à la consommation

Graphiques 1.1.25 : Evolution du taux de change Euro/Dollar

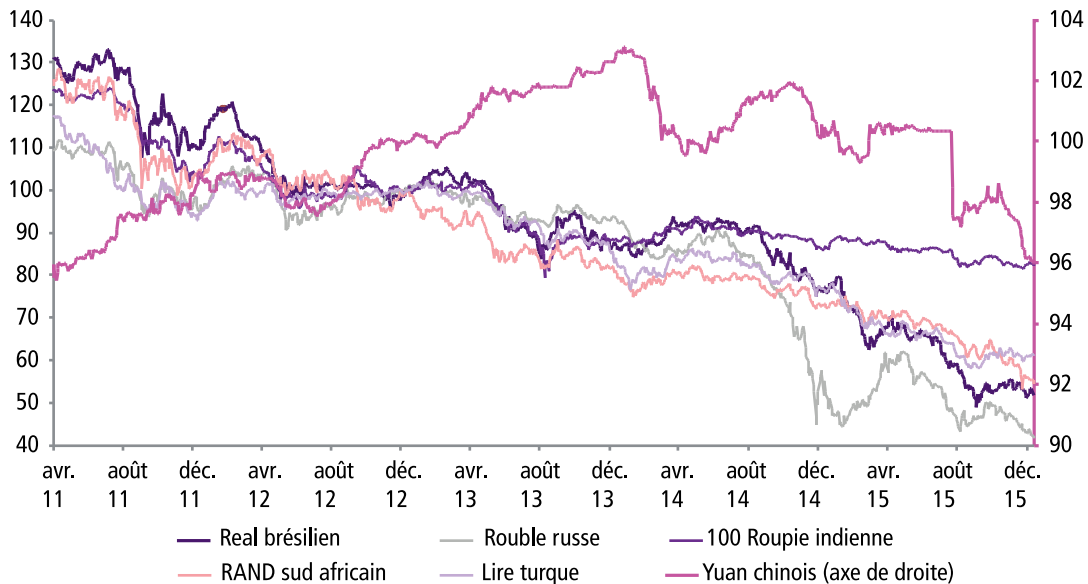


Graphiques 1.1.26 : Evolution des taux de change de la livre sterling et du yen japonais par rapport au dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.1.27 : Evolution des monnaies des principaux pays émergents vis-à-vis du dollar (base 100 = 1^{er} janvier 2013)



Sources : Thomson Reuters Eikon et calculs BAM.

1.1.10 Architecture financière internationale

Avec leur ratification en décembre 2015 par les Etats-Unis¹, les réformes des quotes-parts et de la gouvernance de 2010 du FMI ont franchi la dernière étape du processus d'adoption. Celles-ci prévoient notamment : (1) un doublement des quotes-parts² pour permettre à l'Institution d'accroître sa capacité de prêts ; et (2) un transfert de plus de 6% du total des quotas des pays

¹ Conformément à ses Statuts, l'entrée en vigueur des réformes 2010 des quotes-parts et de la gouvernance du FMI requiert une majorité de 85% du total des voix attribuées. Avec une part de 16,74% des voix, les Etats-Unis disposaient donc d'un droit de veto, bloquant ainsi la mise en œuvre de ces réformes.

² D'environ 238,5 milliards à quelques 477 milliards de DTS.

« surreprésentés » vers les pays émergents et en développement dynamiques¹ « sous-représentés » tout en protégeant les quotes-parts et le nombre de voix des membres les plus pauvres. En vertu de ces réformes, la quote-part du Maroc est passée de 588,2 millions à 894,4 millions de DTS. Toutefois, sa part dans le total des quotas ainsi que ses droits de vote se sont réduits respectivement de 0,25% à 0,19% et de 0,26% à 0,21%.

Sur un autre volet, le FMI a décidé dans le cadre de sa révision quinquennale du panier de référence du DTS² d'y intégrer la monnaie chinoise à partir du 1er octobre 2016. En conséquence, la valeur du DTS sera déterminée sur la base de la moyenne de cinq monnaies selon les pondérations suivantes : 41,73% pour le dollar ; 30,93% pour l'euro ; 10,92% pour le renminbi ; 8,33% pour le yen et 8,09% pour la livre sterling.

Enfin, l'année 2015 a été marquée également par le lancement de deux institutions financières internationales. Il s'agit de : (i) la « Nouvelle Banque de Développement » créée par les BRICS avec pour vocation le financement des investissements d'infrastructures et des projets de développement durable dans les pays émergents et en développement ; et (ii) la « Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures » créée par la Chine pour fournir un soutien financier au développement de l'infrastructure et de la connectivité régionale en Asie.

1 Quatre pays émergents, le Brésil, la Chine, l'Inde et la Russie, figureront parmi les dix plus grands pays membres du FMI aux côtés des États-Unis, du Japon et des quatre grandes puissances européennes, l'Allemagne, la France, l'Italie et le Royaume-Uni. Après la réforme, les droits de vote de la Chine doubleront à plus de 6%, ceux de l'Inde et de la Russie, passant de 2,3% à 2,6%, et ceux du Brésil de 1,7% à 2,2%.

2 Depuis janvier 2011, le panier du DTS était composé de 4 devises selon la pondération suivante : USD (42%) ; Euro (37%) ; Livre Sterling (11%) ; et Yen (9%).

1.2 Production et demande

En 2015, l'activité dans les secteurs non agricoles est restée atone. Elle s'est contractée dans l'industrie minière et dans le tourisme, a ralenti dans les secteurs non marchands et a continué à évoluer à un rythme faible dans le BTP. En revanche, elle s'est accélérée dans les industries de transformation. La progression de leur valeur ajoutée a ralenti à 1,9% contre 2,5% en 2014, 1,8% en 2013 et une moyenne annuelle de 4,8% entre 2003 et 2012. En dépit de cette évolution, la croissance globale s'est améliorée à 4,5% après 2,6% en 2014, tirée par une production céréalière record de 115 millions de quintaux qui a rehaussé la valeur ajoutée agricole de 12,8%.

Du côté de la demande, la consommation finale des ménages a connu une décélération, alors que celle des administrations publiques a maintenu son rythme de croissance quasiment inchangé d'une année à l'autre. Parallèlement, l'investissement a baissé de 2,7% reflétant principalement un repli de la variation des stocks. Pour ce qui est de la demande extérieure nette, sa contribution à la croissance a été positive pour la deuxième année consécutive.

A prix courants, le PIB s'est chiffré à 982,2 milliards de dirhams, en progression de 6,3%. Compte tenu d'un repli de 7,4% des transferts et revenus nets en provenance de l'extérieur, le revenu national brut disponible (RNBD) s'est accru de 5,5% à 1.039,8 milliards de dirhams.

Tableau 1.2.1 : Evolution de la valeur ajoutée par branche en volume (variation en %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Secteur primaire	1,1	6,7	-7,8	17,8	-2,3	13
Agriculture	2,3	5,7	-9,1	17,2	-2,2	12,8
Pêche	-15,9	24,8	9,7	26,8	-4	15,2
Secteur secondaire	10,2	6,3	0,8	0,6	3,1	2,8
Industrie d'extraction	42,1	5	-2,1	-1,2	3,4	-5,1
Industrie de transformation	8,4	6,8	1,8	-0,7	3,5	4,3
Electricité et eau	18,2	8,3	-6,7	14,9	-0,4	6
Bâtiment et travaux publics	2,4	4,9	2,2	1,6	2,6	0,8
Secteur tertiaire	2,9	6,2	6,3	1,9	2,3	1,2
Commerce	-3,3	7,4	4,1	-2	1,7	1,8
Hôtels et restaurants	7,7	-1,1	2,6	4,7	2,2	-3,2
Transports	4,9	7	2,4	1	3,7	2,4
Postes et télécommunications	5,2	9,5	29,5	2,9	5,3	3,7
Activités financières et assurances	13	8,6	4,2	0,2	2,5	-2,2
Immobilier, location et services rendus aux entreprises	1,7	5,6	4,5	1,5	2,4	3,2
Administration publique générale et sécurité sociale	0,8	9,9	5,1	3,7	2,7	0,4
Education, santé et action sociale	4,4	1,6	7,1	5	1,4	0,5
Autres services non financiers	2,4	2,1	3	2,9	0,2	4,7
Activités non agricoles	5	6,4	4,5	1,8	2,5	1,9
Valeur ajoutée totale	4,7	6,3	2,7	3,7	1,9	3,2
Impôts sur les produits nets des subventions	-2,8	-3,8	6,8	14,6	9,7	15,8
PIB	3,8	5,2	3	4,5	2,6	4,5

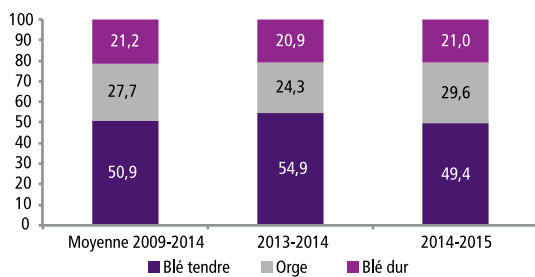
Source : HCP.

1.2.1 Production

Après une évolution négative de 2,3% en 2014, la valeur ajoutée du secteur primaire a enregistré une importante hausse de 13%, reflétant un accroissement de 12,8% pour l'agriculture et de 15,2% pour la pêche, contre des reculs respectifs de 2,2% et 4%.

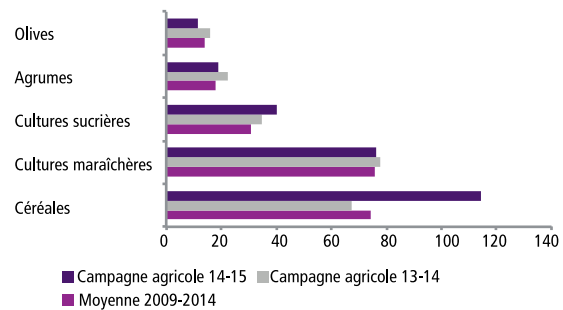
Bénéficiant de conditions climatiques favorables avec notamment une abondance et une bonne répartition spatio-temporelle des pluies, la production céréalière a atteint un niveau record de 115 millions de quintaux après 67 millions une année auparavant. Les autres cultures ont connu des évolutions divergentes avec des augmentations de la production de 15,9% et de 11% respectivement pour les cultures sucrières et les légumineuses et des replis de 1,6% pour les cultures maraîchères, de 14,4% pour les agrumes et de 27,3% pour les olives. Concernant l'activité de l'élevage, l'effectif du cheptel a enregistré une baisse de 3,8% pour les ovins et des hausses de 1,6% pour les bovins et de 1,4% pour les caprins.

Graphique 1.2.1 : Structure de la production céréalière (en %)



Source : Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime.

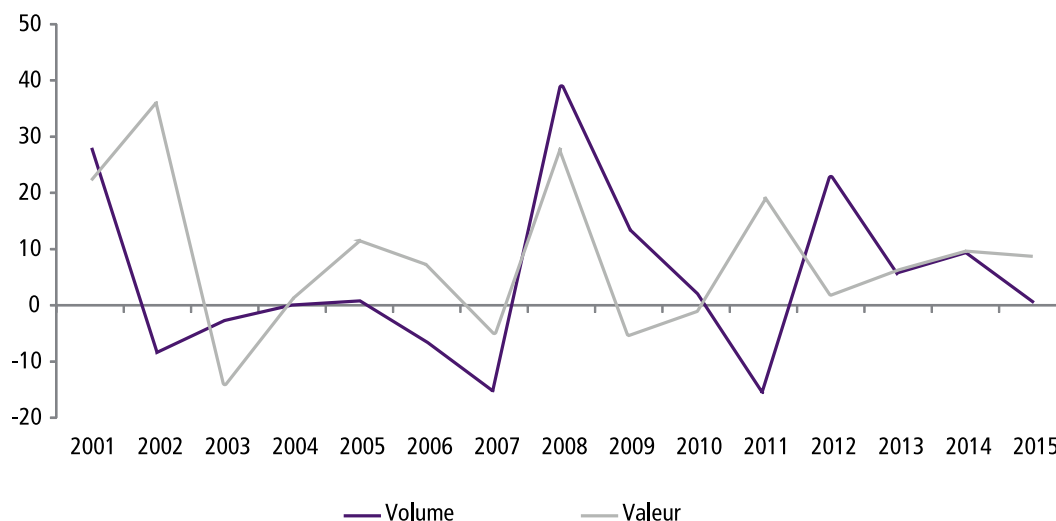
Graphique 1.2.2 : Principales productions végétales (en millions de quintaux)



S'agissant du secteur de la pêche, les données disponibles sur sa composante côtière et artisanale¹, indiquent un accroissement de la production de 9,1% en valeur à 6,6 milliards de dirhams et une quasi-stagnation en volume à 1,3 million de tonnes. Une part de 29% de cette production a été affectée à la consommation, 44% à la congélation, 15% à la conserverie et 11% à la fabrication de la farine et huile de poisson.

¹ Les données sur la pêche hauturière relatives à l'année 2015 ne sont pas encore disponibles.

Graphique 1.2.3 : Evolution des débarquements des pêches côtière et artisanale (variation en %)



Source : Office National des Pêches.

Encadré E 1.2.1: Contenu en emplois de la croissance et effets d'entraînement du secteur agricole

L'analyse de l'évolution du contenu en emplois de la croissance montre que le secteur agricole affiche le contenu le plus faible comparativement aux autres secteurs. Entre 1999 et 2015, chaque point de croissance agricole a généré 1.370 emplois en moyenne contre 6.908 pour le secteur secondaire et 18.636 pour les services. Dans ces conditions, l'agriculture a vu sa part dans l'emploi national revenir de 45,8% en 1999 à 39% en 2015, se positionnant depuis 2012 derrière le secteur des services, devenu premier pourvoyeur d'emplois.

Le faible contenu en emplois s'explique en partie par le caractère saisonnier de l'activité agricole. En effet, une hausse de la production céréalière se traduit généralement par une création plus importante d'emplois au deuxième trimestre, période au cours de laquelle se déroulent les travaux de moisson. L'année 2015 constitue toutefois une exception notable à ce constat avec une perte de 58.000 postes au deuxième trimestre malgré une récolte céréalière record de 115 millions de quintaux.

S'agissant de l'effet d'entraînement du secteur sur les autres branches d'activité, les calculs effectués sur la base des données des comptes nationaux 2014 (base 2007) montrent que l'impact d'une hausse d'un dirham de la demande adressée au secteur agricole engendre une augmentation de 1,7 dirham de la production globale, soit l'effet le plus faible après celui des secteurs minier, des postes et télécommunications et de la pêche. Cet impact est estimé à 1,2 dirham au niveau de la branche elle-même et à 0,5 dirham au niveau des autres composantes.

Par ailleurs, les branches d'activité qui ont l'effet d'entraînement le plus important sur l'agriculture sont l'industrie agroalimentaire et, dans une moindre mesure, l'hôtellerie et restauration. Une progression de la demande d'un dirham dans ces branches se traduit par un accroissement de la production agricole de 0,53 dirham et 0,16 dirham respectivement.

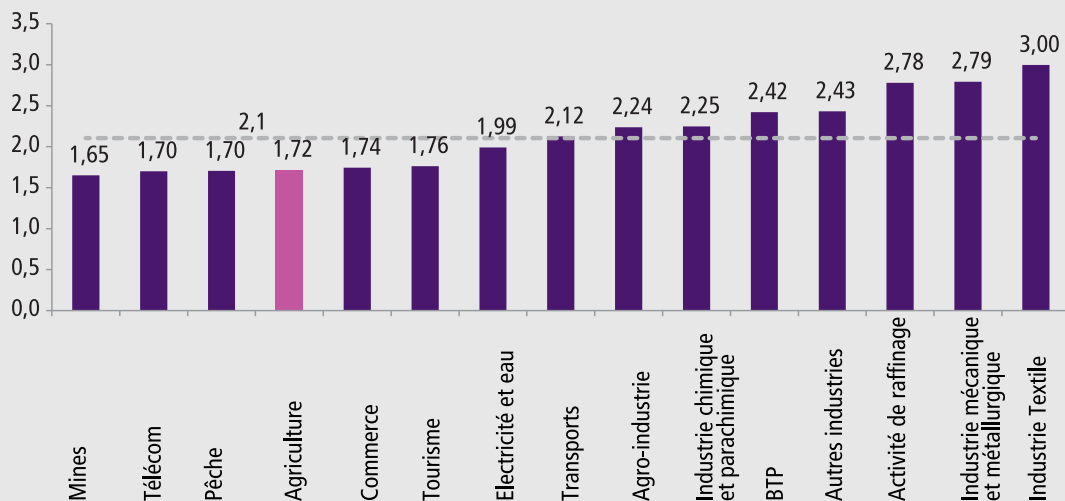
Tableau E 1.2.1.1 : Effets d'entraînement entre l'agriculture et certaines branches d'activité

	Industrie d'extraction	Industries alimentaires et tabac	Industrie chimique et parachimique	Industrie mécanique, métallurgique et électrique	Commerce	Hôtels et restaurants	Transports
Effet d'entraînement du secteur agricole	0,096*	0,146	0,086	0,025	0,001	0,001	0,019
Effet d'entraînement sur le secteur agricole	0,002**	0,528	0,029	0,006	0,027	0,157	0,004

* Une hausse d'un dirham de la production agricole se traduit par une augmentation de 0,096 dirham de la production de l'industrie d'extraction.

** Une hausse d'un dirham de la production de l'industrie minière se traduit par une augmentation de 0,002 dirham de la production du secteur agricole.

Graphique E 1.2.1.1 : Effets d'entraînement des branches d'activité économiques*



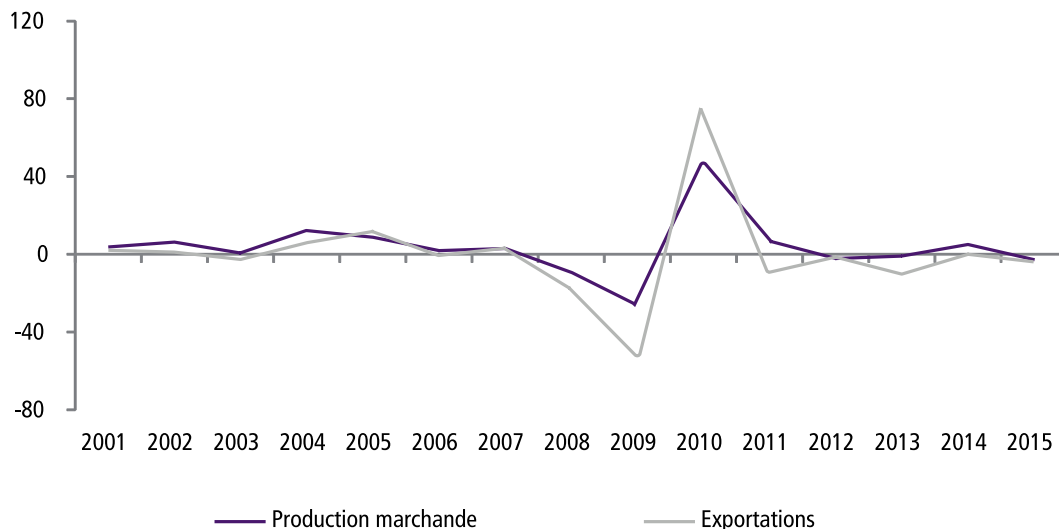
* Impact d'une hausse d'un dirham de la demande adressée à la branche sur la production globale.

Sources : HCP et calculs BAM.

Concernant le secteur secondaire, sa croissance a ralenti, revenant de 3,1% à 2,8% en 2015, avec une contraction de l'activité minière, une poursuite de l'affaiblissement de celle du BTP et une accélération du rythme d'accroissement des industries de transformation et de l'électricité et eau.

Ainsi, la valeur ajoutée minière a accusé un recul de 5,1% contre une augmentation de 3,4% en 2014. Cette évolution reflète principalement une baisse de 4,1% après une hausse de 3,6% de la production marchande de phosphates dans un contexte de faible demande internationale de phosphates et fertilisants.

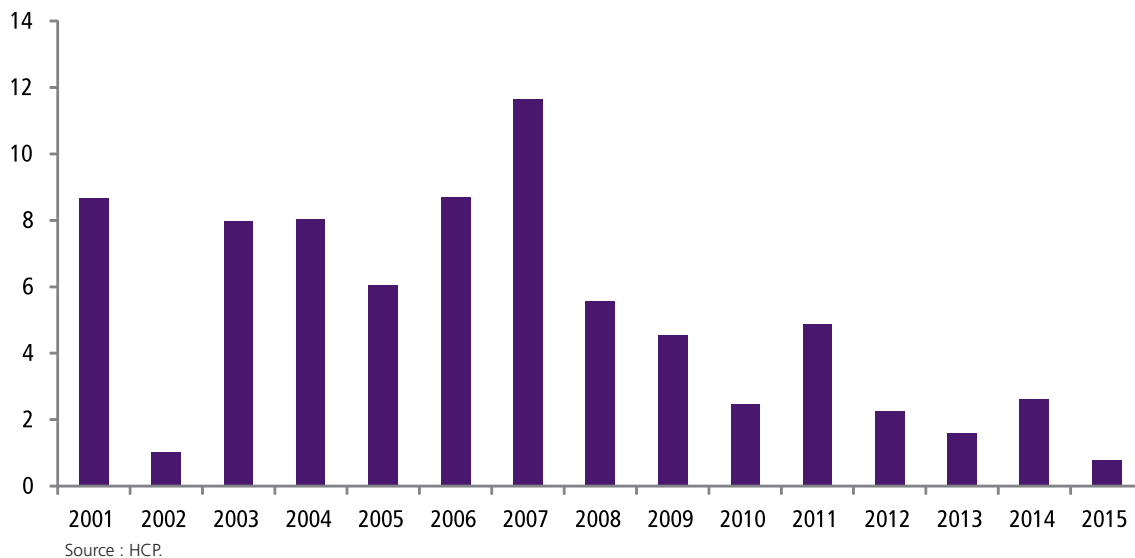
Graphique 1.2.4 : Evolution de la production et des exportations de phosphate brut en volume (variation en %)



Source : OCP.

Dans le BTP, l'atonie de l'activité s'est poursuivie avec une croissance limitée à 0,8% après 2,6% un an auparavant. Cette évolution serait liée en partie au manque de dynamisme sur le marché immobilier, le nombre de transactions ayant reculé de 2,7% et la progression des crédits immobiliers ayant décéléré de 2,7% à 1,7%.

Graphique 1.2.5 : Evolution de la valeur ajoutée du BTP (variation en %)



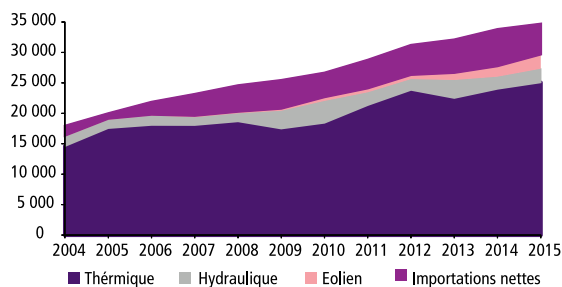
Source : HCP.

Pour les industries de transformation, l'activité a enregistré une croissance de 4,3% en 2015 après 3,5% en 2014 et une contraction de 0,7% en 2013. Par branche, la progression de valeur ajoutée est passée de 2,4% à 3,4% pour la chimie et parachimie, revenue de 6,6% à 4,4% pour l'agro-alimentaire et tabac et de 8,6% à 6,6% pour les industries "mécaniques, métallurgiques et électriques". En revanche, la valeur ajoutée du textile et cuir a accusé une baisse de 4,1% après un accroissement de 4,4%.

Concernant l'industrie de raffinage, la forte contraction à partir de 2014 de la demande en fuel industriel¹ adressée à la SAMIR et l'aggravation de ses difficultés financières, se sont traduites par l'arrêt de l'activité, à partir du mois d'août 2015, de plusieurs de ses unités. Ainsi, après une croissance de 18% en moyenne annuelle entre 2009 et 2012, la production a reculé de 6% en 2013, de 54% en 2014 et de 53% en 2015.

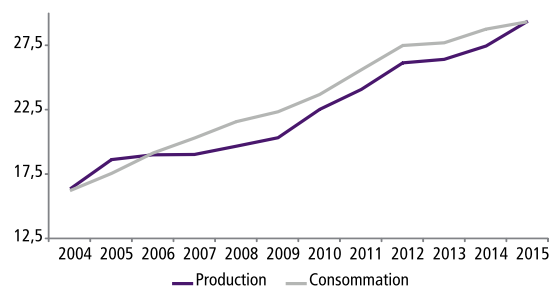
La valeur ajoutée de la branche "Electricité et eau" a enregistré un accroissement de 6% après un repli de 0,4% en 2014. La production a connu une hausse importante avec la mise en service, au cours du deuxième semestre de 2014, des tranches 5 et 6 de Taqa Morocco (ex JLEC) et du parc éolien de Tarfaya avec des capacités respectives de 700 MW de 300 MW. Conjuguée à une progression de la consommation de 2%, cette hausse s'est traduite par une baisse de 17,2% des importations d'électricité.

Graphique 1.2.6 : Evolution de la production de l'électricité disponible par source primaire (en GWH)



Source : ONEE.

Graphique 1.2.7 : Evolution de la production et consommation de l'électricité (en milliers de GWH)



Au niveau des activités tertiaires, la croissance est revenue à 1,2% après une moyenne annuelle de 2,3% entre 2012 et 2014 et 4,7% entre 2007 et 2012. Cette évolution recouvre notamment une baisse de l'activité du secteur touristique, une décélération dans les services non marchands et de transport, ainsi qu'une légère accélération dans le commerce et les services rendus aux entreprises.

¹ Suite à l'entrée en service en octobre 2014 des tranches 5 et 6 de Taqa Morocco (ex JLEC) d'une capacité de 700 MW à base de charbon et du parc éolien de Tarfaya de 300 MW, la demande de l'ONEE en fuel industriel a connu une forte baisse.

La valeur ajoutée de la branche "Hôtels et restaurants" a accusé un recul de 3,2% après une progression de 2,2% en 2014 et de 4,7% en 2013, pâtissant particulièrement du climat d'insécurité dans certains pays de la région. Les arrivées de touristes ont, en effet, diminué de 1% à 10,2 millions, la hausse de 3,7% des entrées des marocains résidents à l'étranger (MRE) ayant été insuffisante pour compenser la contraction de 5,3% de celles des touristes étrangers. Par nationalité, le flux de touristes a reculé de 13% pour les français, de 10,3% pour les italiens et de 8,8% pour les belges. Il s'est, en revanche, accru de 12,2% pour les allemands et de 5,9% pour les anglais.

Tableau 1.2.2 : Evolution des arrivées touristiques

	En milliers				Variation (%)		
	2012	2013	2014	2015	13/12	14/13	15/14
Touristes Etrangers	5.012	5.323	5.437	5.152	6,2	2,1	-5,3
Union Européenne	3.856	3.994	4.115	3.826	3,6	3,0	-7,0
Europe hors UE	250	313	325	297	25,1	3,6	-8,5
Amérique	258	295	304	333	14,2	3,0	9,7
Pays Arabes	372	435	391	393	16,8	-10,1	0,6
Reste du monde	275	286	303	302	4,1	5,8	-0,2
MRE	4.363	4.723	4.845	5.025	8,2	2,6	3,7
Total	9.375	10.046	10.283	10.177	7,2	2,4	-1,0

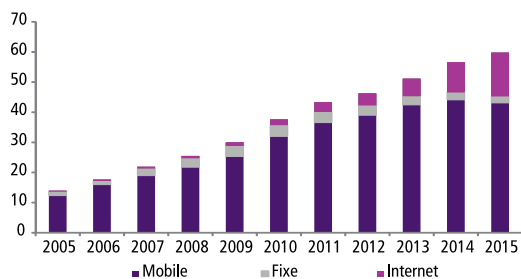
Source : Ministère du Tourisme.

De même, les nuitées dans les établissements d'hébergement classés ont accusé un repli de 6% après un accroissement de 2,7% en 2014, résultat d'une accentuation de la baisse de 4,2% à 12,7% pour les non-résidents et d'une hausse de 11% au lieu d'un repli de 1,2% pour les résidents. Tenant compte d'une augmentation de la capacité litière de 6,5% à 229.647 lits, le taux d'occupation est revenu de 44% à 40%.

Pour les services de transport, les indicateurs d'activité font ressortir un recul du trafic de marchandises et une décélération des transports maritime et aérien des voyageurs. En effet, le fret de marchandises maritime a accusé une diminution de 4,3%, avec un repli de 4,3% pour le trafic lié aux exportations, de 2,5% de celui relatif aux importations et de 6,7% du volume de transbordement au port de Tanger Med. De même, le transport ferroviaire de marchandises a de nouveau régressé avec un taux de 7,1%, en lien avec la mise en service par l'OCP en octobre 2014 du pipeline pour le transport du phosphate brut. Parallèlement, le trafic de voyageurs a connu un tassement de sa progression de 6,8% à 2,2% pour le maritime et de 4,8% à 1,8% pour l'aérien, avec notamment une baisse de 5,6% des arrivées de touristes étrangers de séjour, alors que pour le transport ferroviaire, il a marqué une augmentation de 3,8% après 2,4%. Dans ces conditions, le rythme d'accroissement de la valeur ajoutée de la branche a affiché une décélération de 3,7% à 2,4%.

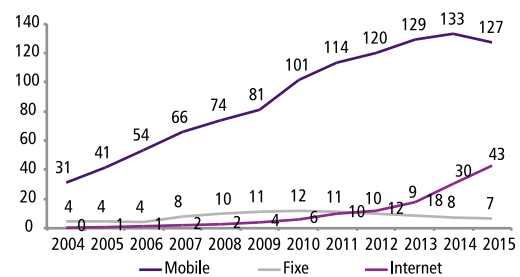
Concernant le secteur des postes et télécommunications, après une croissance annuelle moyenne de 8,4% entre 2010 et 2014, le parc mobile a accusé une diminution de 2,3% à 43,1 millions d'abonnés. Cette baisse s'explique en partie par la décision de l'ANRT d'instaurer l'obligation d'identification des utilisateurs des cartes prépayées. Cette évolution s'est accompagnée toutefois d'une hausse de l'usage moyen¹ dans un contexte marqué par un nouveau repli des prix. Le parc du fixe a, de son côté, poursuivi sa tendance baissière, avec un recul de 10,7% à 2,2 millions d'abonnés. A l'inverse, le parc internet a connu une nouvelle expansion de 45,2% à 14,5 millions d'abonnés. Le nombre d'utilisateurs a progressé de 48,4% pour l'internet mobile qui représente 92% du total et de 15,2% pour l'ADSL. Le taux de pénétration s'est, en conséquence, replié de 133% à 127% pour le mobile et de 7,5% à 6,6% pour le fixe, alors que pour l'internet, il a augmenté de 30,1% à 42,8%. Globalement, la valeur ajoutée du secteur s'est accrue de 3,7% après 5,3% un an auparavant.

Graphique 1.2.8 : Evolution du nombre d'abonnés par segment (en millions)



Source : ANRT.

Graphique 1.2.9 : Evolution du taux de pénétration (en %)

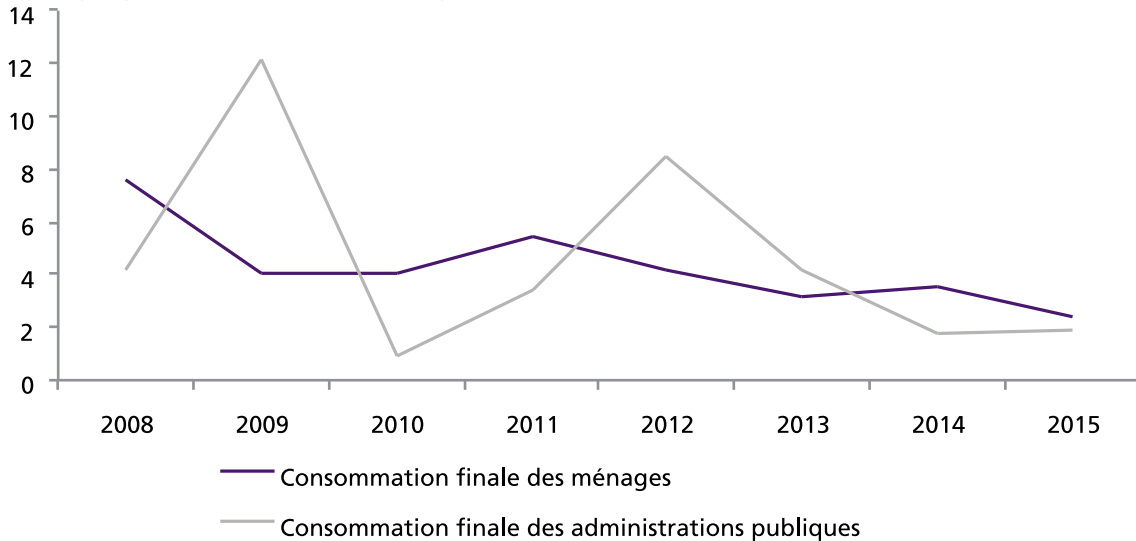


1.2.2 Demande

La demande intérieure a enregistré une décélération de sa croissance à 0,9% en 2015 après 1,2% en 2014 et sa contribution à la croissance est passée de 1,3 point de pourcentage à 1 point. Cette évolution reflète notamment un ralentissement du rythme d'évolution de la consommation finale des ménages de 3,5% à 2,4% et ce, malgré la hausse des revenus agricoles. En revanche, la consommation finale des administrations publiques a maintenu sa progression à 1,9%.

¹ Défini par le ratio du trafic sortant en minutes au nombre d'abonnés.

Graphique 1.2.10 : Evolution des dépenses de consommation finale en volume (variation en %)

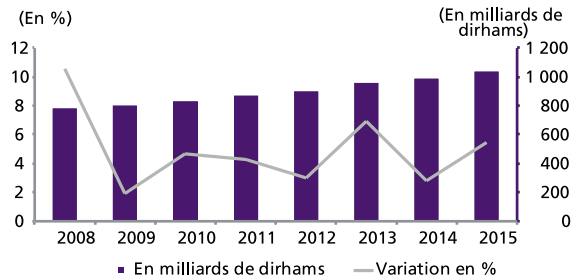


Source : HCP.

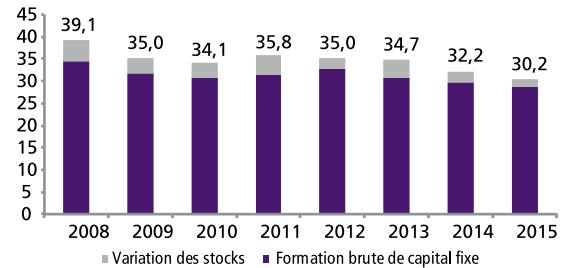
L'investissement a connu une nouvelle baisse, bien qu'en atténuation, passant de 3,4% à 2,7% et sa contribution à la croissance est ressortie négative à 0,9 point après 1,2 point un an auparavant. Par composante, la formation brute de capital fixe s'est accrue de 1,5%, après deux baisses successives de 1,3% en moyenne, et la variation des stocks s'est repliée de 53,3% après un recul de 13,2% contribuant, ainsi, négativement à la croissance de 1,3 point de pourcentage.

S'agissant de la demande extérieure nette, sa contribution à la croissance est ressortie positive pour la deuxième année consécutive. Les exportations en volume ont progressé de 6% après 8,4%, alors que les importations ont accusé une diminution de 3,1%, après une hausse de 3,3% en 2014.

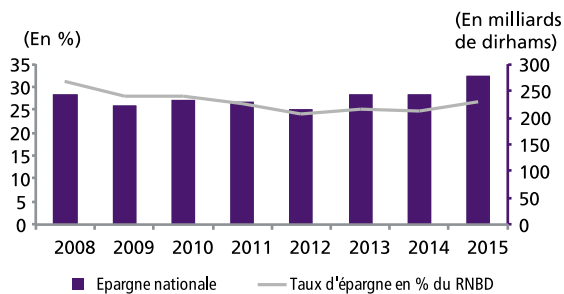
A prix courants, le PIB s'est élevé à 982,2 milliards de dirhams en hausse de 6,3%. Compte tenu d'une sortie nette des revenus de la propriété de 18,4 milliards de dirhams, le revenu national brut s'est établi à 963,9 milliards de dirhams, en progression de 6,9%. Pour ce qui est des transferts courants nets en provenance de l'extérieur, après une augmentation de 15%, ils ont accusé un repli de 9,5%, reflétant une baisse de 71,7% des transferts publics nets à 4,5 milliards. En particulier, les dons en provenance des partenaires du CCG sont revenus de 13 milliards de dirhams à 3,7 milliards. En revanche, les transferts privés ont progressé de 5,8% à 72,2 milliards. Au total, le RNBD est ressorti à 1.039,8 milliards de dirhams, en accroissement de 5,5%.

Graphique 1.2.11 : Evolution du RNBD

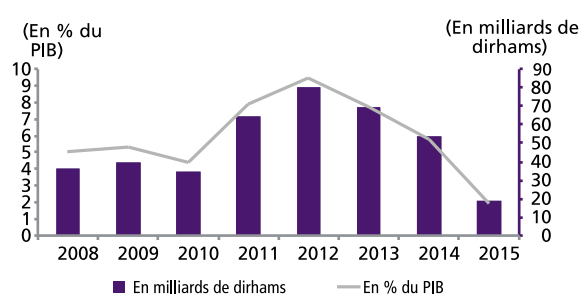
Source : HCP.

Graphique 1.2.12 : Evolution du taux d'investissement (en % du PIB)

Tenant compte d'une hausse de 2,6% de la consommation finale nationale à 761,7 milliards de dirhams, l'épargne nationale s'est établie à 278,1 milliards de dirhams, soit 26,7% du RNBD contre 24,7% un an auparavant. En parallèle, l'investissement a légèrement diminué de 0,1% à 297,1 milliards de dirhams ou 30,2% du PIB. Dans ces conditions, le besoin de financement de l'économie s'est atténué pour la troisième année consécutive, revenant à 18,9 milliards de dirhams ou 1,9% du PIB contre 5,8% en 2014.

Graphique 1.2.13 : Evolution de l'épargne nationale

Source : HCP.

Graphique 1.2.14 : Evolution du besoin de financement

1.3 Marché de l'emploi

Le marché du travail a été marqué en 2015 par une faible création d'emplois et une baisse sensible du taux d'activité. Le chômage a enregistré, en conséquence, un léger recul de 0,2 point à 9,7% avec toutefois une poursuite de son aggravation parmi les jeunes, notamment citadins.

En dépit d'une production céréalière record, le volume d'emplois dans le secteur agricole a accusé une perte de 32.000 postes, tandis que l'atonie des activités non agricoles s'est particulièrement reflétée sur l'emploi tertiaire qui n'a augmenté que de 32.000 postes, soit le niveau le plus faible depuis 2004. Dans le BTP et l'industrie, y compris l'artisanat, après plusieurs années de baisse, l'emploi a enregistré des hausses respectives de 18.000 et 15.000 postes. Au total, l'économie nationale aura créé 33.000 emplois après 21.000 un an auparavant et une moyenne annuelle de 137.000 entre 2001 et 2013.

Appréhendée par le rapport entre la valeur ajoutée et l'emploi non agricoles, la productivité apparente du travail a connu une légère progression de 0,9% après 2,4% en 2014. En parallèle, le coût salarial¹ s'est accru en termes réels de 1,9% dans le secteur privé après 1,6%, et a accusé un repli de 1,3% dans le secteur public contre un accroissement de 1,5%.

1.3.1 Indicateurs d'activité

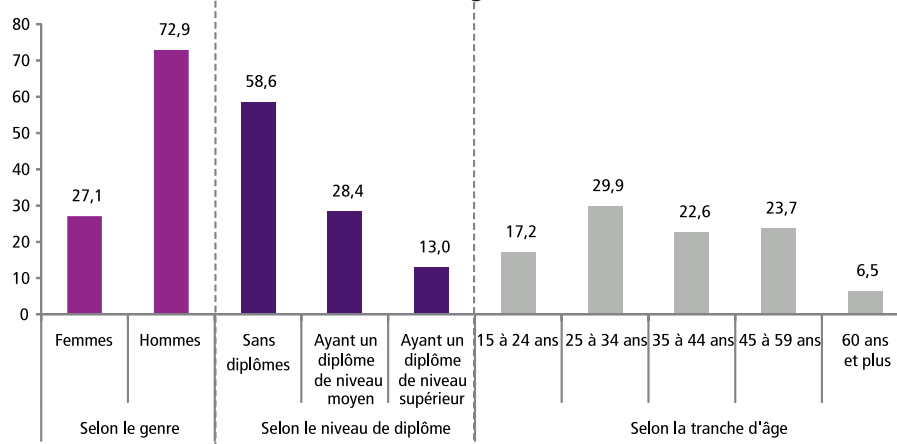
En 2015, la population en âge d'activité² s'est établie à 25 millions de personnes, dont 52,6% sont inactives. La population active continue de croître à un rythme largement inférieur à celui de la population inactive, soit 0,1% contre 2,7%. Elle reste peu qualifiée avec une proportion de 58,6% n'ayant aucun diplôme, une part qui atteint 79% en milieu rural contre 40,8% parmi les citadins³. Elle demeure également caractérisée par un faible taux de féminisation de 27,1%.

¹ Calculé sur la base des données de la CNSS pour le secteur privé et du Ministère de l'Economie et des Finances pour le secteur public.

² Agée de 15 ans et plus.

³ Les données les plus récentes publiées par le HCP sur la structure de la population active selon le diplôme sont relatives à l'année 2014. Selon la classification qu'il adopte, les diplômés de niveau supérieur regroupent les personnes ayant un diplôme de l'enseignement secondaire, de l'enseignement supérieur et les techniciens et cadres moyens. Les diplômés de niveau moyen quant à eux, sont constitués des personnes ayant un diplôme de la catégorie « diplômes et certificats de l'enseignement fondamental », ou « diplômes en qualification professionnelle et Certificats en spécialisation professionnelle ».

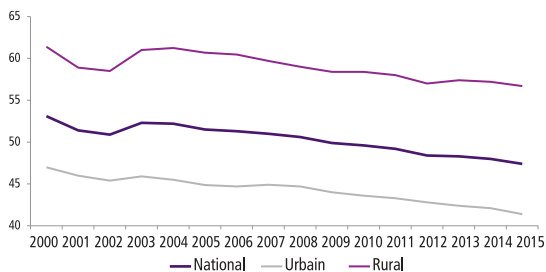
Graphique 1.3.1 : Structure de la population active par genre, niveau de diplôme et tranche d'âge (en %)



Source : HCP (pour la structure selon le niveau de diplôme et la tranche d'âge, il s'agit des données de 2014).

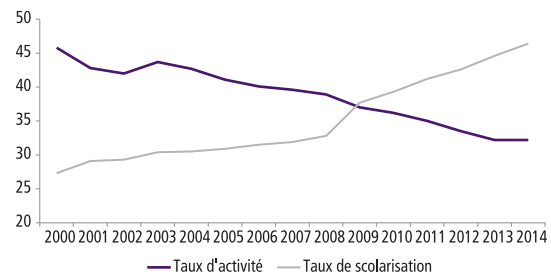
Dans ces conditions, le taux d'activité¹ a poursuivi sa tendance baissière avec un repli sensible de 0,6 point à 47,4%. Il est revenu de 42,1% à 41,4% en milieu urbain et de 57,2% à 56,7% en zones rurales. Ce recul a concerné toutes les tranches d'âge et a été particulièrement prononcé parmi les jeunes âgés de 15 à 24 ans, dont le taux est revenu de 32,2% à 30,5%.

Graphique 1.3.2 : Evolution du taux d'activité selon le milieu de résidence (en %)



Source : HCP.

Graphique 1.3.3 : Evolution des taux d'activité et de scolarisation des jeunes âgés de 15 à 24 ans (en %)



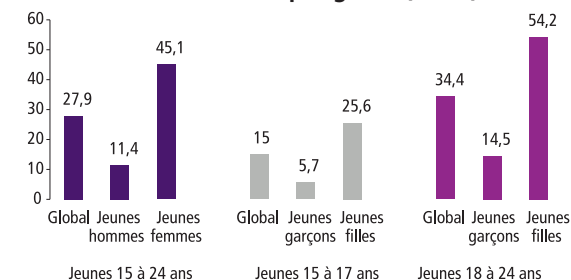
Si la scolarisation expliquerait en partie ce faible niveau de participation des jeunes, il n'en demeure pas moins qu'une frange importante de cette population n'est ni en emploi, ni en éducation, ni en formation (NEET²). Ce statut recouvre des situations très diverses dont certaines cumulent les facteurs de vulnérabilité : jeunes qui ne peuvent pas ou ne veulent pas travailler, jeunes au foyer familial, jeunes en situation de handicap et autres jeunes inactifs. En 2015, près d'un jeune de 15 à 24 ans sur trois (27,9%) était en situation NEET. Cette proportion varie de 15% parmi ceux âgés de 15 à 17 ans à 34,4% pour la tranche de 18 à 24 ans. Ce phénomène demeure une particularité féminine avec une part de 45,1% parmi les jeunes femmes de 15 à 24 ans contre 11,4% pour leurs homologues masculins.

¹ Le taux d'activité est défini comme le ratio de la population active âgée de 15 ans et plus à la population totale âgée de 15 ans et plus.

² Not in Employment, Education or training.

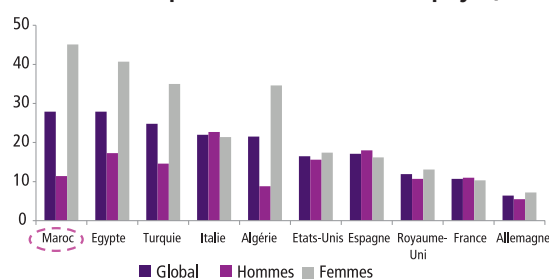
En comparaison internationale¹, le taux des jeunes en situation NEET ressort globalement élevé au Maroc. Ce constat est valable uniquement pour les femmes alors que pour les hommes, ce taux se situe à un niveau parmi les plus faibles des pays du benchmark considéré. La forte disparité entre hommes et femmes est une caractéristique commune aux pays de la région MENA et s'explique par la part élevée des femmes ayant un statut de « femme au foyer ». Cette part atteint 58,5% dans le cas du Maroc.

Graphique 1.3.4 : Proportion des jeunes en situation NEET par genre (en %)



Sources : HCP et Organisation Internationale du Travail (ILOSTAT).

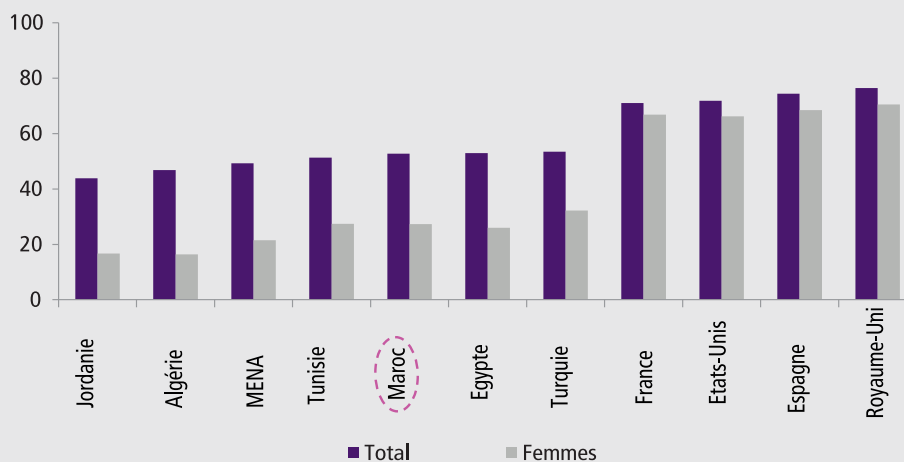
Graphique 1.3.5 : Proportion des jeunes en situation NEET pour un échantillon de pays (en %)



Encadré 1.3.1 : Niveau et évolution du taux d'activité

Le taux d'activité, qui permet de mesurer le degré d'implication de la population dans le marché de travail, se situe à des niveaux relativement bas en comparaison internationale. Cette caractéristique que le Maroc partage avec les pays de la région MENA s'explique par plusieurs facteurs d'ordre économique, mais également social et culturel. Pour les femmes en particulier, le taux de participation au marché du travail reste très faible avec moins de trois femmes sur dix globalement et moins de deux sur dix en milieu urbain qui sont actives.

Graphique E1.3.1.1 : Taux d'activité (15 à 64 ans) pour un échantillon de pays (en %)



Source : WDI, Banque mondiale.

¹ Données de 2013 pour l'Algérie et l'Egypte, de 2015 pour le Maroc et de 2014 pour le reste des pays de l'échantillon (graphique 1.3.5).

Outre son niveau bas, le taux d'activité a connu une baisse tendancielle revenant de 54,4% en 1999 à 47,4% en 2015. Ce recul a concerné aussi bien les zones urbaines que rurales et a été quasi-généralisé à toutes les catégories de la population.

Tableau E1.3.1.1 : Evolution du taux d'activité par milieu de résidence, genre et tranche d'âge (en %)

		1999	2015	Variation en points de pourcentage
Milieu de résidence	National	54,4	47,4	-7,0
	Urbain	48,1	41,4	-6,7
	Rural	63,1	56,7	-6,4
Genre	Femmes	30,3	24,8	-5,5
	Hommes	79,3	71,5	-7,8
Tranche d'âge	15 à 24 ans	48,0	30,5	-17,5
	25 à 34 ans	64,7	61,1	-3,6
	35 à 44 ans	64,2	60,3	-3,9
	45 ans et plus	45,7	43,2	-2,5

Source : HCP.

Cette tendance s'expliquerait en partie par la généralisation et l'allongement de la scolarité, les jeunes de 15 à 24 ans ayant enregistré une diminution de près de 18 points de pourcentage sur la période. En revanche, les raisons du repli enregistré pour les âges au-delà de la scolarité (25 ans et plus) restent à déterminer. A court terme, les variations du taux d'activité reflèteraient davantage l'évolution de la situation du marché du travail. L'analyse des données sur la période 1999-2015 montre en effet que globalement, ce taux augmente lorsque les créations d'emplois sont importantes et baisse dans le cas contraire, ce qui pourrait refléter le découragement d'une partie de la population active et contribuerait ainsi à l'atténuation du chômage. A titre d'illustration, en supposant le cas où le recul du taux d'activité observé en 2015 traduit exclusivement le découragement, le taux de chômage aurait été de 10,9% en 2015 au lieu de 9,7%.

Graphique E1.3.1.2 : Créations d'emplois (en milliers) et variation du taux d'activité (en point de pourcentage)



Source : HCP.

1.3.2 Evolution de l'emploi

Bien qu'en amélioration par rapport à 2014, les créations d'emplois sont demeurées limitées à 33.000 postes, niveau largement inférieur aux 137.000 emplois créés en moyenne annuelle entre 2001 et 2013. La population active occupée ressort ainsi en légère progression de 0,3% à 10,7 millions de personnes et le taux d'emploi¹ a de nouveau baissé, revenant de 43,3% à 42,8%, avec un recul de 0,5 point à 35,4% en milieu urbain et de 0,3 point à 54,4% en zones rurales.

Par secteur, les services n'ont créé que 32.000 postes contre 42.000 un an auparavant et une moyenne annuelle de 90.000 entre 2001 et 2013, leur part dans l'emploi global continuant toutefois à augmenter, s'élevant à 40,3% contre 40,2% et 36,8% respectivement. La quasi-totalité des nouveaux emplois ont été créés dans la branche de la "restauration" avec près de 16.000 postes et dans celle des "transports terrestres" avec 15.000 emplois.

Encadré 1.3.2 : Analyse de l'emploi dans le secteur tertiaire

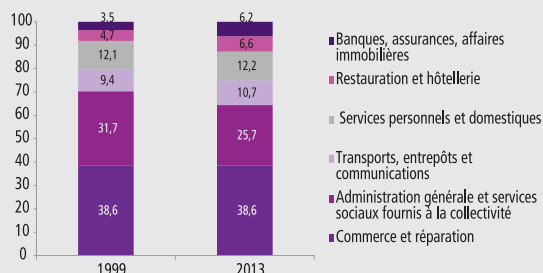
Outre sa forte contribution à la valeur ajoutée, le secteur des services reste le principal pourvoyeur d'emplois, avec une création annuelle moyenne de près de 84.000 postes entre 1999 et 2015. Depuis 2012, il est devenu le premier employeur avec une part qui a atteint 40,3% du volume global d'emploi en 2015. Au cours des deux dernières années, reflétant une décélération de la valeur ajoutée, les créations d'emplois sont revenues à 42.000 postes en 2014 et à 32.000 en 2015.

Les deux branches "Restauration et hôtellerie" et "Banques, assurances, affaires immobilières" ressortent les plus dynamiques, avec des croissances moyennes respectives de 5,1% et 6,8% de leur volume d'emplois entre 1999 et 2013*, mais leurs poids demeurent encore faibles. En regard, les effectifs dans le "Commerce et réparation", qui représentent près de 38,6% de l'emploi tertiaire, ont progressé de 2,6% en moyenne au cours de la même période et ceux dans "l'administration générale et services sociaux fournis à la collectivité", qui participent à hauteur de 25,7%, n'ont augmenté que de 1,1%.

Graphique E1.3.2.1 : Croissance de l'emploi et de la valeur ajoutée dans les services (en %)



Graphique E1.3.2.2 : Structure par branche de l'emploi tertiaire (en %)



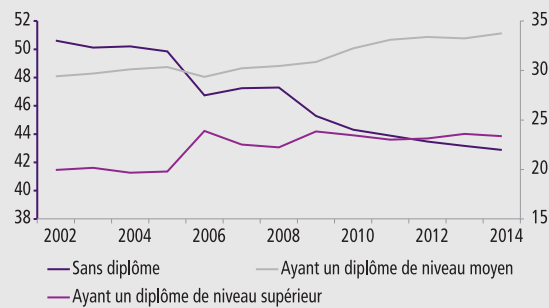
* Les dernières données sur les créations d'emplois par branche publiées par le HCP remontent à 2013.

Source : HCP.

¹ Le taux d'emploi est défini comme le rapport entre la population active occupée âgée de 15 ans et plus et la population totale âgée de 15 ans et plus.

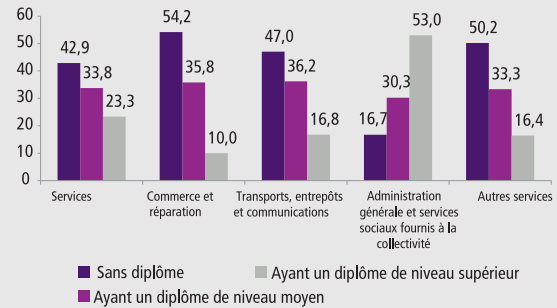
Bien que la qualité de l'emploi tertiaire soit relativement meilleure que dans les autres secteurs, elle reste globalement faible et caractérisée par une forte hétérogénéité entre les branches. En effet, dans "l'administration générale et services sociaux fournis à la collectivité", la proportion des diplômés s'élève à 83,3%, le taux de salariat à 95% et le taux de sous-emploi à 4,3%, alors que dans le "Commerce et réparation", ces parts s'établissent à 45,8% et 26,6% et 9,6% respectivement.

Graphique E1.3.2.3 : Evolution de la structure de l'emploi tertiaire selon le niveau de qualification (en %)



Source : HCP.

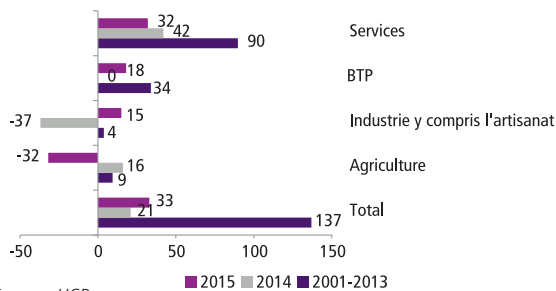
Graphique E1.3.2.4 : Structure de l'emploi tertiaire par branche selon le niveau de qualification en 2014 (en %)



Après deux années de repli successives et une stagnation en 2014, l'emploi dans le BTP a enregistré une légère amélioration avec une création de 18.000 postes. Sa part dans le volume global d'emploi est restée quasi-stable à 9,4%.

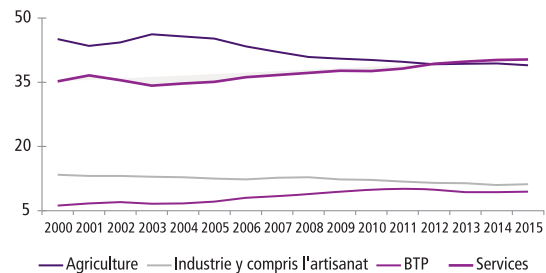
De même, après la tendance baissière entamée en 2008, la part de l'industrie, y compris l'artisanat, dans l'emploi global a connu un léger accroissement de 0,2 point à 11,2%. Cette évolution traduit une création de 15.000 emplois, majoritairement en milieu urbain, après une perte de 37.000 postes.

Graphique 1.3.6 : Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité (en milliers)



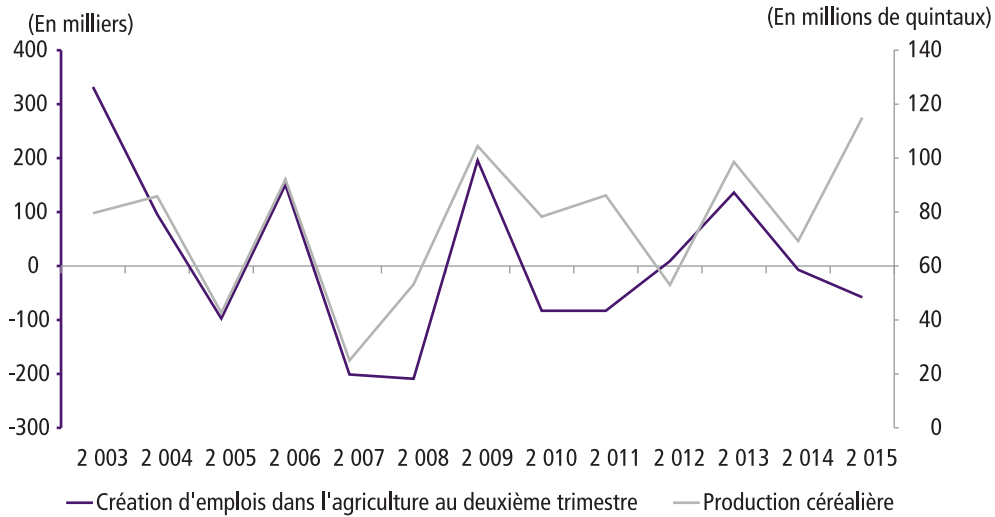
Source : HCP.

Graphique 1.3.7 : Evolution de la structure sectorielle de l'emploi (en %)



A l'inverse et en dépit d'une production céréalière exceptionnelle, le secteur agricole a accusé une contraction de 32.000 postes, ramenant ainsi sa part dans le volume global de l'emploi de 39,4% à 39%. Au deuxième trimestre en particulier, période caractérisée en général par les travaux de moisson, l'emploi agricole a enregistré une baisse de 58.000 postes. Ce découplage est peu fréquent, n'ayant été observé qu'à quatre reprises entre 2003 et 2014 et dans une intensité nettement moins forte.

Graphique 1.3.8 : Evolution de la production céréalière et de la création d'emplois au deuxième trimestre



1.3.3 Caractéristiques de l'emploi

L'emploi au Maroc reste structurellement peu qualifié. 61,2% des actifs occupés n'ont aucun diplôme, 27,2% détiennent un diplôme de niveau moyen et seuls 11,6% ont un diplôme de niveau supérieur. Par secteur, la part des sans diplômes s'élève à 83,5% dans l'agriculture, à 63,4% dans le BTP, à 51,2% dans l'industrie, y compris l'artisanat, et à 42% dans les services. Par sexe¹, cette proportion passe de 59,7% pour les hommes à 71,9% pour les femmes.

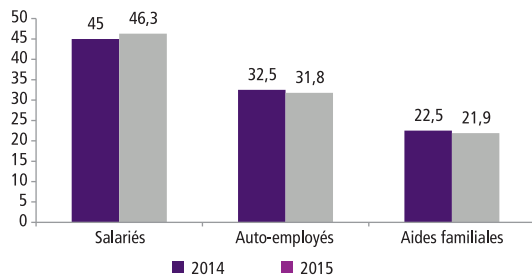
En outre, bien qu'en baisse tendancielle, l'emploi non rémunéré demeure relativement important avec une part de 21,9% au niveau national et de 40,8% en milieu rural. Il concerne particulièrement les femmes et les jeunes de 15 à 29 ans en milieu rural avec des proportions respectives de 73,6%² et de 60%. En regard, et après une contraction de 24.000 postes en 2014, l'emploi rémunéré s'est accru de 86.000 ou 1,2% en 2015, reflétant une progression de 3,4% de l'emploi salarié, alors que l'auto emploi a reculé de 2%. La part des salariés ressort ainsi en hausse de 1,4 point à 46,3%, avec toutefois une proportion de 62,9% n'ayant pas de contrat de travail.

1 Les dernières données disponibles relatives à la structure de l'emploi par niveau de qualification et genre sont celles publiées par le HCP au titre de l'année 2013.

2 Données de 2013.

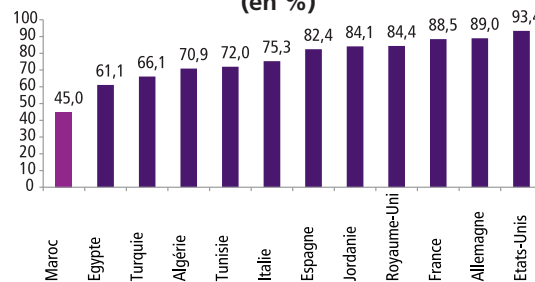
En comparaison internationale¹, le taux de salariat qui renseigne en partie sur le niveau d'organisation d'une économie, est relativement faible au Maroc. En effet, il s'est établi en 2014 à 45% contre 61,1% en Egypte, 70,9% en Algérie, 72% en Tunisie et 84,1% en Jordanie.

Graphique 1.3.9 : Evolution de la structure de l'emploi selon le statut professionnel (en %)



Sources : HCP et WDI, Banque Mondiale.

Graphique 1.3.10 : Part des salariés dans le volume global de l'emploi pour un échantillon de pays (en %)



Sur le plan de la régularité dans l'emploi, le « travail saisonnier ou occasionnel » a connu une importante hausse de 15% en 2015 contre 6,7% un an auparavant, portant ainsi sa part dans le volume global de 8,2% à 9,4%. En matière de protection sociale, seuls 20,6% en bénéficient, 6% en zones rurales et 34,8% en milieu urbain. En outre, la part des actifs occupés ayant effectué une durée de travail excessive² se situe à 41,4% en 2015, à 51,6% parmi les hommes et à 13,7% pour les femmes.

1.3.4 Evolution du chômage et du sous-emploi

Après trois années d'augmentations successives, la population active au chômage a enregistré en 2015 un repli de 1,6% au niveau national, de 3,9% en zones rurales et de 1,1% en milieu urbain. Le chômage reste un phénomène essentiellement urbain, touchant notamment les jeunes âgés de 15 à 29 ans qui représentent une part de 63,5% des chômeurs. La population au chômage est largement plus qualifiée que la population active occupée avec une proportion de 72,3%³, dont 27,8% de diplômés de niveau supérieur. Elle est constituée à hauteur de 51,7% de primo demandeurs et de 65,3% de chômeurs de longue durée⁴. La structure de la population en chômage de longue durée a connu un changement important entre 2006 et 2013, avec une diminution de 42% à 36% de la part des chômeurs de plus de cinq ans et une hausse de 38,2% à 42,7% pour ceux entre 12 et 35 mois. Pour sa part, et après être passé de 19,8% à 24,6% entre 2006 et 2008, le poids des chômeurs de 36 à moins de 60 mois s'est inscrit dans une tendance baissière pour se situer à 21,3% en 2013.

¹ Données de 2013 pour la Tunisie, l'Egypte et les Etats-Unis, de 2012 pour la Jordanie et de 2014 pour le reste de l'échantillon.

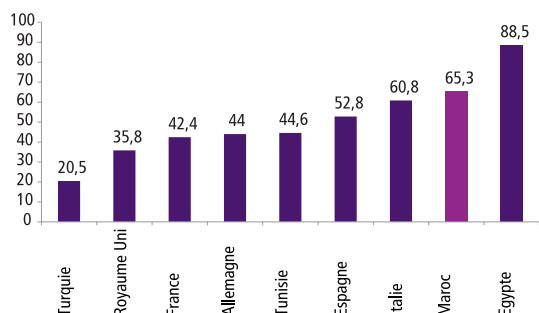
² Proportion de la population occupée dont les horaires effectifs de travail dépassent 48 heures par semaine.

³ Données de 2014.

⁴ Plus d'une année.

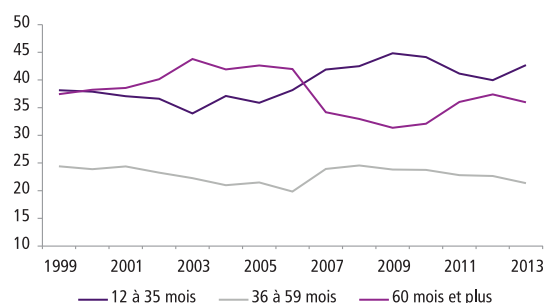
Une comparaison internationale¹ fait ressortir que le chômage de longue durée reste une caractéristique commune à plusieurs pays aussi bien en développement que développés, notamment ceux de la périphérie de la zone euro. Le Maroc enregistre toutefois l'une des proportions les plus élevées.

Graphique 1.3.11 : Proportion des chômeurs de longue durée pour un échantillon de pays (en %)



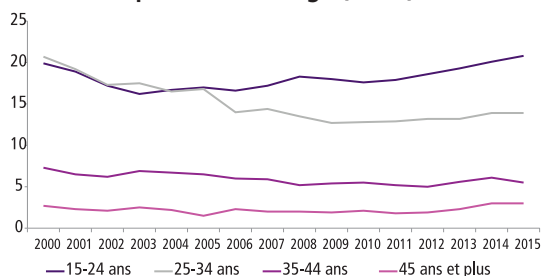
Sources : HCP et Organisation Internationale du Travail (ILOSTAT).

Graphique 1.3.12 : Evolution de la structure des chômeurs de longue durée (en %)



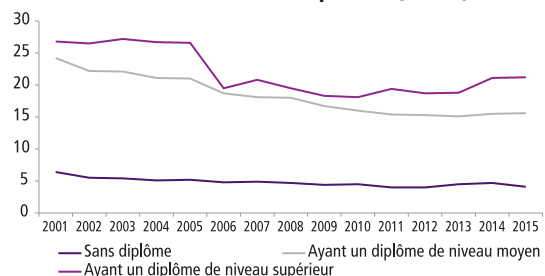
Tenant compte des évolutions de la population active et de la population au chômage, le taux de chômage a rompu avec sa tendance haussière entamée en 2012 enregistrant un léger recul de 0,2 point à 9,7% au niveau national et à 14,6% en milieu urbain, et de 0,1 point à 4,1% en zones rurales. Par tranche d'âge, le repli a concerné exclusivement les personnes âgées de 35 à 44 ans, alors que pour les jeunes de 15 à 24 ans, il a continué de s'aggraver, particulièrement en milieu urbain, où il a atteint 39%. Par niveau de qualification, la baisse a bénéficié aux sans diplômes avec un taux revenant de 4,7% à 4,1%, celui des diplômés ayant, en revanche, légèrement augmenté de 17,2% à 17,3%.

Graphique 1.3.13 : Evolution du taux de chômage par tranche d'âge (en %)



Source : HCP.

Graphique 1.3.14 : Evolution du taux de chômage selon le niveau de diplôme (en %)



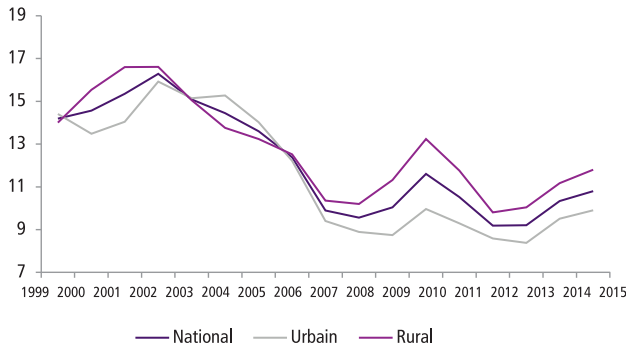
La légère baisse enregistrée du chômage s'est accompagnée d'un nouvel accroissement du sous-emploi², une autre forme de sous-utilisation de la main d'œuvre. En effet, son taux est passé à 10,8% après 10,3% en 2014 et 9,2% en 2013. L'augmentation a concerné l'ensemble des

1 Données de 2012 pour la Tunisie, de 2013 pour l'Egypte et de 2014 pour le reste des pays de l'échantillon.

2 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 disposés 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 disposés à changer d'emploi pour inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou insuffisance du revenu procuré.

secteurs, à l'exception du BTP qui a connu une stagnation mais dont le taux demeure le plus élevé. Par genre, la hausse a été particulièrement prononcée pour les hommes en milieu rural pour qui le taux s'est situé à 15,8% contre 9,6% pour leurs homologues citadins.

Graphique 1.3.15 : Evolution du taux de sous-emploi par milieu de résidence (en %)



Source : HCP.

Tableau 1.3.1 : Evolution du taux de sous-emploi par secteur d'activité et par genre (en %)

	2014	2015
Par secteur		
Agriculture	10,3	10,8
BTP	17,0	16,9
Industrie y compris l'artisanat	8,0	8,2
Services	9,4	10,1
Par genre et milieu de résidence		
Hommes	11,9	12,4
Urbain	9,2	9,6
Rural	15,1	15,8
Femmes	6,1	6,6
Urbain	10,6	10,7
Rural	3,5	4,0

1.3.5 Productivité et coût du travail

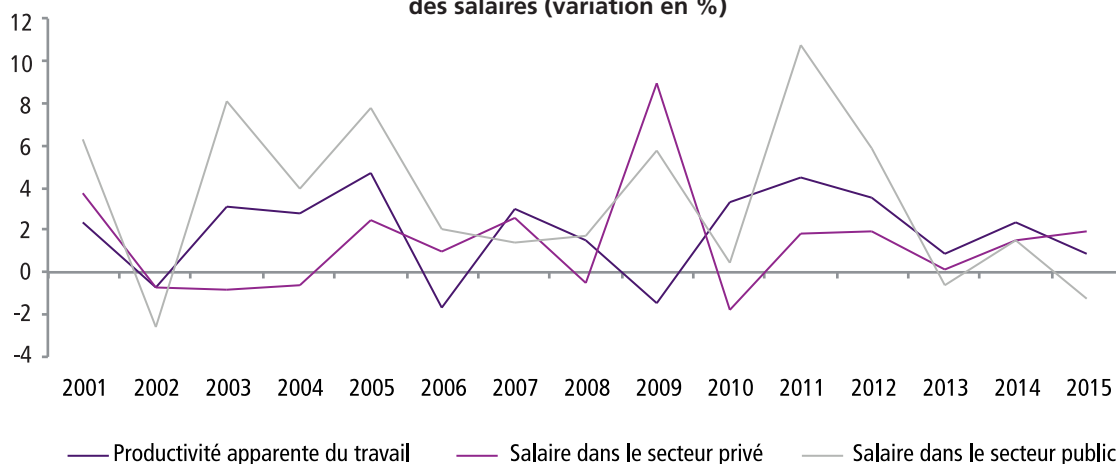
La décélération de l'activité, conjuguée à une relative amélioration de l'emploi dans le secteur non agricole, s'est traduite par une hausse limitée de la productivité apparente du travail¹ de 0,9% contre 2,4% en 2014. Ce ralentissement reflète un accroissement de 1,2% après 4,8% dans le secteur secondaire et de 0,5% après 1,3% dans le tertiaire.

Parallèlement, le salaire moyen dans le secteur privé, calculé sur la base des données de la CNSS, s'est accru de 3,5% après 2% en termes nominaux et de 1,9% contre 1,6% en termes réels. Cette évolution reflète en partie l'effet de la revalorisation de 10% du salaire minimum, opérée en deux tranches en juillet 2014 et juillet 2015, qui a porté le SMIG à 13,46 dh/h et le SMAG à 69,73 dh/j.

En regard, la progression des salaires dans le secteur public a enregistré une nette décélération en termes nominaux, le salaire moyen ayant augmenté de 0,3% après 2%. En termes réels, il ressort en baisse de 1,3% après un accroissement de 1,5%.

¹ Appréhendée par le rapport entre la valeur ajoutée et l'emploi non agricoles.

Graphique 1.3.16 : Evolution de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles et des salaires (variation en %)



Sources : HCP, CNSS, Ministère de l'Economie et des Finances et calculs BAM.

Tableau 1.3.2 : Evolution des principaux indicateurs du marché du travail

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Indicateurs d'activité							
Population active (en milliers)	11 442	11 538	11 549	11 705	11 813	11 827	
Urbain	5 993	6 089	6 145	6 217	6 307	6 326	
Rural	5 449	5 448	5 404	5 488	5 506	5 501	
Taux d'activité national (en %)	49,6	49,2	48,4	48,3	48,0	47,4	
Urbain	43,6	43,3	42,8	42,4	42,1	41,4	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	27,1	25,6	24,5	23,1	22,5	21,6	
Rural	58,4	57,9	57	57,4	57,2	56,7	
Indicateurs d'emploi							
Créations d'emploi totales (en milliers)	120	105	1	114	21	33	
Par milieu de résidence	Urbain	69	103	48	26	29	
	Rural	51	2	-47	88	-6	4
	Agriculture	21	-9	-59	58	16	-32
Par secteur	Industrie y compris l'artisanat	0	-32	-28	5	-37	15
	BTP	63	30	-21	-50	0	18
	Services	35	115	111	101	42	32
Population active occupée (en milliers)	10 405	10 509	10 511	10 625	10 646	10 679	
Urbain	5 169	5 272	5 320	5 346	5 373	5 402	
Rural	5 235	5 237	5 190	5 278	5 273	5 277	
Taux d'emploi national (en %)	45,1	44,8	44,1	43,8	43,3	42,8	
Urbain	37,6	37,5	37,0	36,4	35,9	35,4	
Rural	56,2	55,7	54,7	55,2	54,7	54,4	
Indicateurs du chômage et de sous-emploi							
Taux de sous-emploi national (en %)	11,6	10,5	9,2	9,2	10,3	10,8	
Urbain	10,0	9,3	8,6	8,4	9,5	9,9	
Rural	13,2	11,8	9,8	10,0	11,2	11,8	
Taux de chômage (en %)	9,1	8,9	9,0	9,2	9,9	9,7	
Diplômés de niveau supérieur	18,1	19,4	18,7	18,8	21,1	21,2	
Urbain	13,7	13,4	13,4	14,0	14,8	14,6	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	31,3	32,2	33,5	36,0	38,1	39,0	
Rural	3,9	3,9	4,0	3,8	4,2	4,1	

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Productivité et coûts salariaux (variation en %)							
Productivité apparente du travail dans les activités non agricoles	3,4	4,5	3,5	0,9	2,4	0,9	
SMIG et SMAG	En termes nominaux	2,4	5,0	7,2	2,3	2,5	4,9
	En termes réels	1,4	4,1	5,8	0,3	2,0	3,3
Salaires dans le privé	En termes nominaux	-0,8	2,7	3,2	2,0	2,0	3,5
	En termes réels	-1,8	1,8	1,9	0,1	1,6	1,9
Salaires dans le public	En termes nominaux	1,5	11,8	7,3	1,2	2,0	0,3
	En termes réels	0,5	10,7	5,9	-0,6	1,5	-1,3

Sources : HCP, CNSS et Ministère de l'Emploi et des Affaires Sociales.

1.4 Inflation

Après un taux exceptionnellement bas¹ en 2014, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, est passée à un niveau modéré en 2015. Elle s'est établie à 1,6% contre 0,4% un an auparavant.

Cette évolution résulte essentiellement du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils après une forte baisse en 2014 et de l'accentuation de la hausse des tarifs de certains produits réglementés hors carburants et lubrifiants. En revanche, traduisant le reflux des cours internationaux du pétrole, les prix des carburants et lubrifiants ont reculé de 16,1% après une progression de 7%.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale des prix, s'est établie à 1,3% contre 1,2%. Par composante, les prix des biens non échangeables ont augmenté de 1,3% au lieu de 0,9%, en liaison avec la hausse des prix des viandes fraîches et la dissipation de l'effet de la baisse des tarifs des services de télécommunication opérée en 2013. En parallèle, malgré un contexte désinflationniste chez les principaux partenaires commerciaux, les prix des biens échangeables ont de nouveau progressé de 1,4%, reflétant la hausse des prix des produits à base de céréales en lien avec le renchérissement du blé dur sur le marché international.

Concernant les prix à la production industrielle, leur recul s'est davantage accentué avec un taux de 4,5% après 2,9% en 2014 et 1,8% en 2013. Ce repli traduit principalement celui des prix à la production dans l'industrie du raffinage, en liaison avec le reflux des cours internationaux du pétrole brut.

Tableau 1.4.1 : Évolution des prix à la consommation

Groupes de produits	Variation en %						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Indice des prix à la consommation	1,0	0,9	0,9	1,3	1,9	0,4	1,6
Produits alimentaires à prix volatils	3,1	5,0	-2,0	3,0	3,3	-5,6	4,3
Produits réglementés	0,7	0,3	0,1	1,6	2,3	2,4	0,4
- Carburants et lubrifiants	-1,7	-0,7	0,0	9,9	8,0	7,0	-16,1
- Produits règlementés hors carburants et lubrifiants	1,0	0,4	0,1	0,7	1,4	1,7	2,9
Inflation sous-jacente	0,7	0,4	1,8	0,8	1,5	1,2	1,3
- Produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente	-0,1	-0,6	3,3	2,2	1,6	1,0	1,8
- Articles d'habillement et chaussures	1,0	0,5	1,6	2,1	1,6	2,1	0,6
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ⁽¹⁾	1,6	0,8	1,0	1,0	2,2	1,7	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	1,9	0,8	0,8	0,1	0,2	0,8	0,3
- Santé ⁽¹⁾	0,8	0,0	0,3	2,0	0,9	2,6	1,0
- Transport ⁽¹⁾	0,3	0,3	-0,3	0,9	1,2	0,9	0,3
- Communications	-4,5	-1,1	-5,4	-19,6	-9,2	-4,6	0,2
- Loisirs et cultures	-0,6	-0,7	-0,7	0,5	0,4	-0,9	0,3
- Enseignement	5,4	4,1	4,1	3,8	5,5	3,4	2,9
- Restaurants et hôtels	1,8	2,4	1,7	2,0	3,2	2,5	2,3
- Biens et services divers	2,0	1,7	2,1	1,4	1,3	1,2	0,6

(1) hors produits réglementés.
Sources : HCP et calculs de BAM.

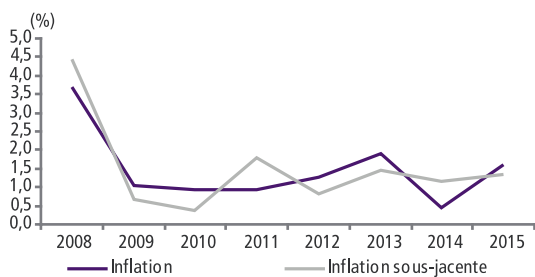
¹ Le taux le plus bas enregistré depuis 1968, année où l'inflation avait atteint 0,4% après -0,8% en 1967 et -1% en 1966.

1.4.1 Évolution des composantes de l'indice des prix à la consommation

1.4.1.1 Produits alimentaires à prix volatils

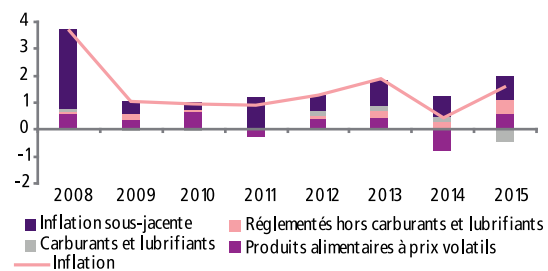
L'accélération de l'inflation de 0,4% en 2014 à 1,6% en 2015 s'explique principalement par l'augmentation de 4,3%, après une diminution de 5,6%, des prix des produits alimentaires à prix volatils, leur contribution à l'inflation étant ainsi passée de -0,8 à 0,6 point de pourcentage. La hausse a concerné l'ensemble des produits à l'exception des « volailles et lapins » dont les prix ont stagné d'une année à l'autre. Les variations les plus importantes ont été enregistrées pour les agrumes avec un taux de 26,1%, contre -36,6% un an auparavant, les légumes avec 6,4%, au lieu de -7%, et les fruits avec 3,5%, après -6%.

Graphique 1.4.1 : Évolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente



Sources : HCP et calculs BAM.

Graphique 1.4.2 : Contributions à l'inflation (en points de %)

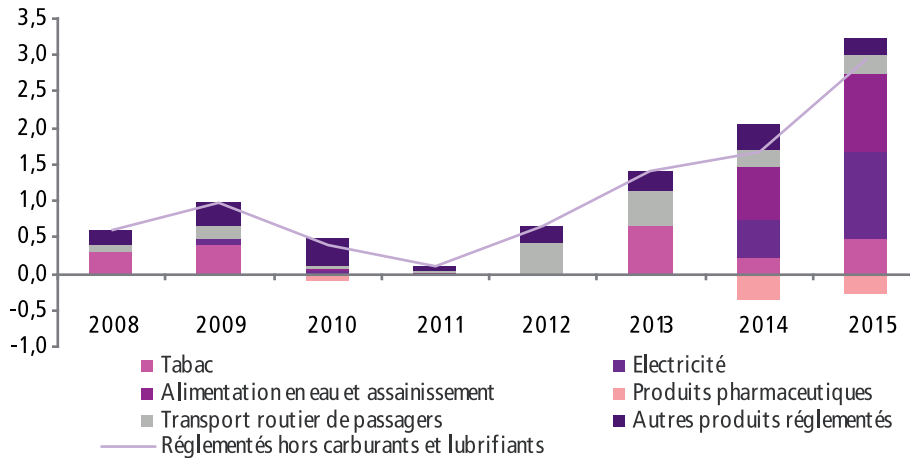


1.4.1.2 Produits réglementés

La hausse de l'inflation en 2015 est également attribuable aux révisions des tarifs de plusieurs produits et services réglementés opérées ces deux dernières années. Ces ajustements ont concerné les services de distribution d'eau et d'électricité dont les prix ont enregistré des augmentations respectives de 8,9% et 6,6% après 6,3% et 3% en 2014. En parallèle, l'application d'un nouveau dispositif d'homologation des prix des tabacs manufacturés et la poursuite de la réforme de leur taxation se sont traduites par une augmentation de leurs tarifs de 4% après celle de 1,7% en 2014. Concernant le transport routier des passagers, ses tarifs ont progressé de 2,3%, reflétant principalement la hausse appliquée par les transporteurs en octobre 2014 en réaction à la suppression partielle de la subvention du gasoil. Au total, les prix des produits réglementés hors carburants et lubrifiants ressortent en hausse de 2,9%, au lieu de 1,7% un an auparavant, soit le rythme le plus élevé durant les sept dernières années. Leur contribution à l'inflation s'est ainsi accrue à 0,5 après 0,3 point de pourcentage en 2014.

En ce qui concerne les carburants et lubrifiants, après la décompensation totale des prix de l'essence en février 2014 et du gasoil en janvier 2015, leurs tarifs ont connu une baisse de 16,1% après une hausse de 7% un an auparavant, impactés par le reflux des cours mondiaux des produits pétroliers.

Graphique 1.4.3 : Contributions à l'inflation des produits réglementés hors carburants et lubrifiants (en points de %)



Sources : HCP et calculs BAM.

Encadré 1.4.1 : Evolution des prix des produits à tarifs réglementés

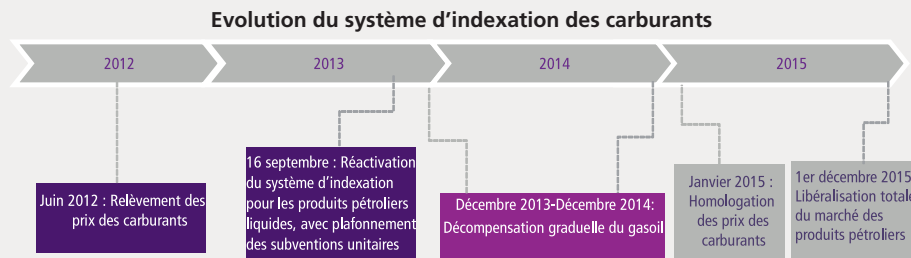
La mise en place d'un cadre juridique et administratif pour la réglementation des prix au Maroc remonte aux années 70. A ses débuts, il couvrait 172 catégories de biens et services dont plusieurs bénéficiaient de subventions publiques, notamment le lait et certaines de ses dérivées, les produits alimentaires de base (huiles, sucre et farine), les cultures sucrières ainsi que certains intrants agricoles et produits énergétiques. Durant les années 80, la réduction de l'intervention directe de l'Etat dans l'économie dans le cadre du programme d'ajustement structurel s'est traduite par une baisse importante du nombre de produits à tarifs réglementés. En 2000, la loi sur la liberté des prix et la concurrence a limité à 15 le nombre de ces produits et depuis, une liste exhaustive est régulièrement mise à jour par le Ministère des Affaires Générales et de la Gouvernance.

Les produits à tarifs réglementés représentaient près de 21% du panier de référence de l'indice des prix à la consommation, base 2006. Cette proportion est revenue à 18,4% à partir de décembre 2015, suite à la libéralisation totale des prix des carburants qui représentent 2,4% du panier.

1. Les produits pétroliers liquides

Après un relèvement des prix en juin 2012, le Gouvernement a réactivé le 16 septembre 2013 le système d'indexation des produits pétroliers liquides, avec un plafonnement des subventions unitaires à 0,80 DH/L pour l'essence, à 2,6 DH/L pour le gasoil et à 930 DH/T pour le fuel industriel. En 2014, ces subventions ont été supprimées, en février pour l'essence et de manière graduelle pour le gasoil. A partir de janvier 2015 et dans la perspective de la libéralisation totale des prix, un système transitoire d'homologation a été mis en place, en application de l'accord signé le 26 décembre 2014 entre le Gouvernement et les opérateurs du secteur. Selon cet accord, qui a couvert la période allant du 1^{er} janvier au 30 novembre 2015, le Gouvernement s'est engagé à accompagner la profession dans la fixation des prix de certains produits pétroliers, à encourager l'investissement dans le secteur et à faire respecter des normes homogènes de qualité des produits et services proposés. De leur côté, les opérateurs se sont engagés à respecter et à afficher les prix homologués, à poursuivre les programmes d'investissement, à assurer l'approvisionnement du pays et à passer à la commercialisation du gasoil 10 ppm.

L'année 2015 représente, ainsi, un tournant important dans le processus de réforme de la compensation des produits pétroliers, la libéralisation totale des prix à partir du 1^{er} décembre 2015 constituant l'étape finale de ce processus.



Après une quasi-stabilité entre 2007 et 2012, les prix des carburants ont subi l'impact de ces ajustements et réformes et sont devenus de plus en plus orientés par l'évolution des cours internationaux et du taux de change. Ainsi, après avoir atteint leurs niveaux les plus élevés en juillet 2014, ils se sont inscrits globalement en baisse, reflétant le recul des cours du pétrole et la suppression à partir de janvier 2015 de la taxe de péréquation¹ dont les effets ont été légèrement atténués par l'appréciation du dollar. Durant les onze premiers mois de l'année 2015, les prix ont enregistré un repli en glissement annuel de 21,1% pour l'essence et de 8,6% pour le gasoil.

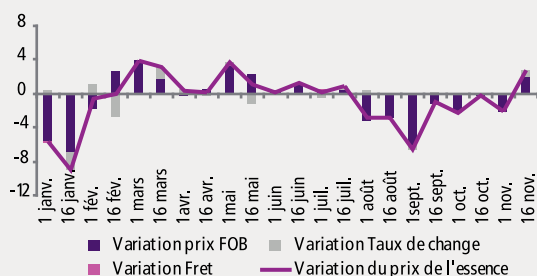
¹ Une taxe prélevée par la Caisse de compensation auprès des sociétés pétrolières, sur les ventes de certains produits, notamment l'essence et le gasoil pour couvrir partiellement la subvention du gaz butane.

Tableau E1.4.1.1 : Evolution du prix moyen à la pompe des carburants (en dirhams par litre)

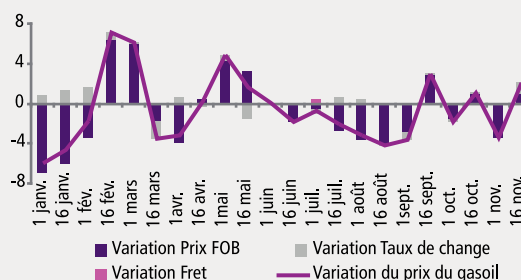
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Gasoil	7,2	7,2	7,2	7,2	7,7	8,3	9,3	8,5
Essence	10,8	10,3	10,2	10,2	11,3	12,2	12,8	10,1

* Il s'agit des onze premiers mois pour lesquels les prix du gasoil et de l'essence étaient réglementés;

Source : Caisse de Compensation.

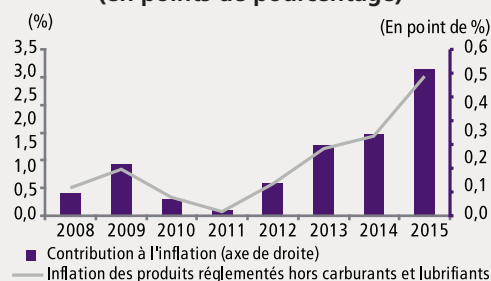
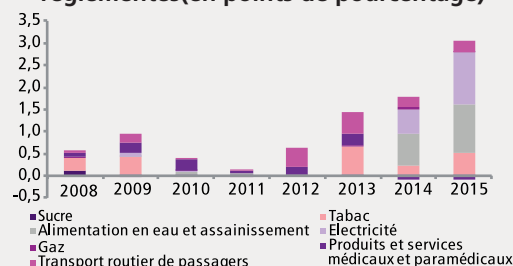
Graphique E1.4.1.1 : Evolution du prix de l'essence et de ses déterminants (en points de %)

Sources : Caisse de Compensation et calculs BAM.

Graphique E1.4.1.2 : Evolution du prix du gasoil et de ses déterminants (en points de %)

2. Les produits réglementés hors carburants et lubrifiants

Durant les trois dernières années, l'Etat a également mis en place un ensemble de réformes des prix des produits réglementés hors carburants et lubrifiants. Il s'agit, d'une part, de la refonte du système de tarification des prix des services de distribution d'eau et d'électricité dans le cadre du contrat programme avec l'ONEE entré en vigueur en août 2014. En conséquence, les tarifs d'eau et d'électricité ont enregistré des progressions respectives de 6,3% et 3% en 2014 et de 8,9% et 6,6% en 2015. Leur contribution conjointe à l'inflation a atteint 0,2 point de pourcentage en 2014 et 0,4 point en 2015. D'autre part, la réforme du système de taxation des tabacs promulguée par la loi de finances 2013 et dont l'application a été étalée sur trois ans, a induit une augmentation de leurs prix de 5,5% en 2013, de 1,7% en 2014 et de 4% en 2015. Cette hausse a contribué à l'inflation à hauteur de 0,1 point de pourcentage en moyenne sur les trois années. En revanche, la réduction des tarifs de certains médicaments en juin 2014 s'est traduite par une baisse des prix des produits pharmaceutiques de 3% la même année et de 2,4% en 2015.

Graphique E1.4.1.3 : Contribution des produits réglementés à l'inflation (en points de pourcentage)**Graphique E1.4.1.4 : Contribution des différents produits réglementés à l'inflation des produits réglementés (en points de pourcentage)**

Sources : HCP et calculs BAM.

Par ailleurs, l'évolution des tarifs du transport routier de passagers a été marquée par trois principales augmentations enregistrées en juin et juillet 2012 et en octobre 2014, en lien avec les révisions à la hausse des prix à la pompe. Leur progression moyenne entre 2012 et 2015 ressort à 3,1% et leur contribution moyenne à l'inflation à 0,1 point de pourcentage.

Au total, après un taux annuel moyen de 0,5% entre 2008 et 2012, la progression des tarifs des produits réglementés hors carburants et lubrifiants s'est accélérée à 1,4% en 2013, à 1,7% en 2014 et à 2,9% en 2015. Leur contribution à l'inflation est ainsi passée de 0,1 point de pourcentage en moyenne entre 2008 et 2012 à 0,5 point de pourcentage en 2015, soit le tiers du rythme de croissance des prix à la consommation au cours de cette même année.

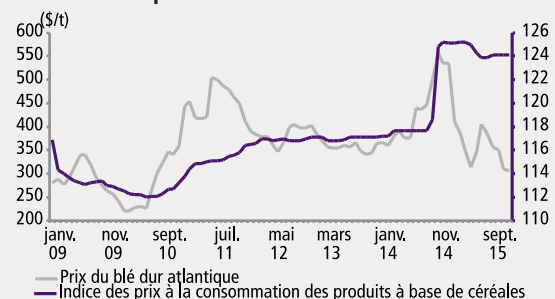
1.4.1.3 Inflation sous-jacente

La légère accélération de l'inflation sous-jacente de 1,2% en 2014 à 1,3% en 2015 recouvre des évolutions différenciées de ses composantes. Les prix des produits alimentaires ont vu leur rythme d'accroissement augmenter de 1% à 1,8%, en lien essentiellement avec des hausses de 4,7%, après 1,6%, pour les produits à base de céréales et de 0,6%, contre un repli de 0,9%, pour les viandes fraîches. De même, les tarifs des communications ont enregistré une progression de 0,2% après un recul de 4,6%. En revanche, les prix de certains produits et services ont connu une décélération de leur progression notamment de 2,6% à 1% pour la santé, de 0,9% à 0,3% pour le transport et de 1,7% à 1,1% pour le logement.

Encadré 1.4.2 : Evolution des cours mondiaux du blé dur et impact sur les prix à la consommation au Maroc

Reflétant les habitudes de consommation alimentaire des marocains, les « produits à base de céréales » représentent une composante importante du panier de référence de l'IPC, avec un poids de 6,1%. La demande nationale est satisfaite dans une large mesure par une industrie locale caractérisée par une forte dépendance vis à vis des importations du blé dur qui constitue environ 80% du coût de production.

Graphique E1.4.2.1 : Evolution des prix du blé dur atlantique et de l'indice des prix à la consommation des produits à base de céréales



Entre mai et novembre 2014, le prix du blé dur a connu une forte hausse passant de 377\$/t à 556\$/t sur le marché nord-américain, principale source d'approvisionnement du marché national. Cette hausse est liée essentiellement au recul de la récolte qui a touché la plupart des zones de production, dans un contexte marqué par un déficit, de plus en plus fréquent, de la production par rapport à la consommation et une baisse des superficies cultivées.

Cette flambée des cours s'est répercutée sur les prix des « produits à base de céréales » qui ont enregistré en novembre 2014 une hausse de 5,2% d'un mois à l'autre et de 6,6% en glissement annuel. Leur contribution à l'inflation est passée de 0,08 point de pourcentage en octobre à 0,42 en novembre, participant ainsi pour de plus de moitié à l'accélération de l'inflation de 0,6% à 1,2% entre ces deux mois.

Les cours internationaux du blé dur se sont maintenus à des niveaux élevés avant de s'inscrire en baisse à partir de janvier 2015, revenant à 320\$/t en juin, en liaison avec les anticipations d'une bonne récolte. Ce reflux, n'a été que très légèrement répercuté sur le prix local des produits à base de céréales qui n'ont reculé que de 0,6% en juin par rapport à janvier 2015.

• Biens échangeables et non échangeables

L'évolution de l'inflation sous-jacente peut être appréhendée à travers la distinction entre biens échangeables et non échangeables. En dépit du contexte désinflationniste chez plusieurs de nos principaux partenaires commerciaux et du recul des cours des matières premières, les prix des biens échangeables ont de nouveau augmenté de 1,4%, maintenant ainsi leur contribution à l'inflation sous-jacente à 0,7 point de pourcentage. Cette évolution reflète principalement une accentuation de la hausse de 1,6% à 4,7% des prix des produits à base de céréales, en lien avec l'évolution des cours du blé dur. Hormis ces produits, la progression des prix des biens échangeables ressort en décélération de 1,2% à 0,7%.

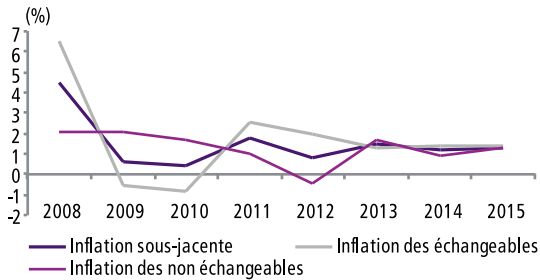
Tableau 1.4.2 : Evolution annuelle des prix des biens échangeables* et non échangeables (en %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Echangeables	6,5	-0,5	-0,8	2,5	2,0	1,2	1,4	1,4
Non échangeables	2,1	2,1	1,7	1,0	-0,5	1,7	0,9	1,3

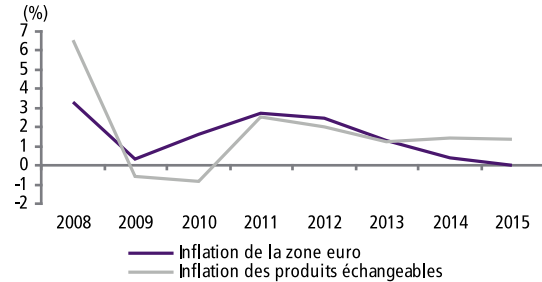
* Inclus dans l'indicateur de l'inflation sous-jacente.

Sources : HCP et calculs BAM.

Pour les biens non échangeables, les prix ont progressé de 1,3% contre 0,9% et leur contribution à l'inflation sous-jacente est passée de 0,4 à 0,6 point de pourcentage. Cette accélération s'explique principalement par l'augmentation des prix des « viandes fraîches » de 0,6%, contre une baisse de 0,9%, et par la stagnation des prix des « services de téléphonie et de télécopie » après un recul de 5,5% un an auparavant.

Graphique 1.4.4 : Evolution de l'inflation sous-jacente (en %)

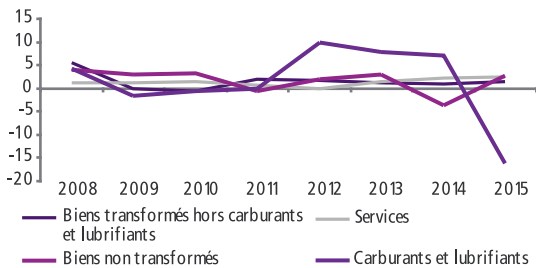
Sources : HCP, Thomson Reuters Eikon et calculs BAM.

Graphique 1.4.5 : Evolution de l'inflation des biens échangeables et de l'inflation dans la zone euro (en %)

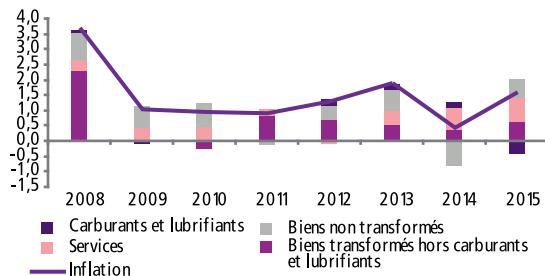
1.4.2 Analyse de l'inflation des biens et services

La ventilation des composantes du panier de l'IPC en biens et services indique que l'accélération de l'inflation a concerné l'ensemble des catégories à l'exception des carburants et lubrifiants.

Ainsi, les prix des biens non transformés se sont accrus de 2,8% après un recul de 3,5% une année auparavant, reflétant la hausse de l'inflation des produits alimentaires frais. Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont enregistré une augmentation de 1,4% en 2015 après celle de 0,9% en 2014. Parallèlement, les prix des services ont vu leur rythme de progression s'accroître de 2,1% à 2,5%, sous l'effet conjugué de la hausse des tarifs des services de distribution d'eau et d'électricité et de l'atténuation de la baisse des prix des services de téléphonie et de télécopie.

Graphique 1.4.6 : Évolution des prix des Biens et Services (en %)

Sources : HCP et calculs BAM.

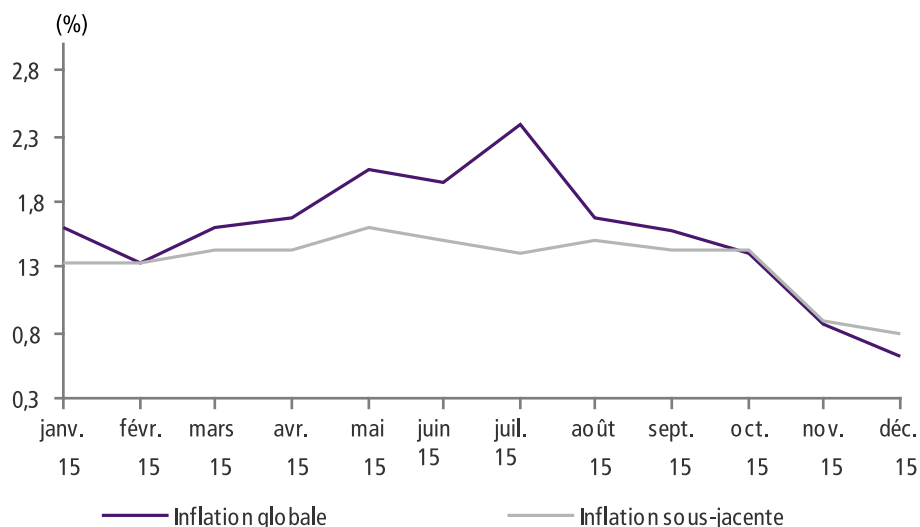
Graphique 1.4.7 : Contribution des prix des Biens et Services à l'inflation (en point de %)

1.4.3 Dynamique infra-annuelle des prix

La dynamique infra-annuelle des prix en 2015 a été marquée par une accélération progressive de l'inflation pour atteindre 2,4% en juillet et s'inscrire par la suite sur une tendance baissière pour s'établir à 0,6% en décembre 2015. En revanche, sa composante fondamentale est restée assez

stable autour de 1,4% durant les dix premiers mois, avant de revenir à 0,9% en novembre et à 0,8% en décembre, en liaison avec la dissipation de l'effet de la hausse des prix des produits à base de céréales enregistrée en 2014.

Graphique 1.4.8 : Evolution infra-annuelle de l'inflation et de l'inflation sous-jacente (en %)



Sources : HCP et calculs BAM.

1.4.4 Évolution des prix à la consommation par ville

L'analyse de l'évolution des prix à la consommation par ville indique qu'à l'exception de Fès, toutes les villes ont connu une accélération de l'inflation en 2015. La progression des prix s'est située dans une fourchette allant de 0,8% à Fès à 2,4% à Meknès et l'écart d'inflation entre les villes s'est davantage creusé, passant de 1,3 point de pourcentage en 2014 à 1,6 point de pourcentage.

Tableau 1.4.3 : Evolution de l'IPC par ville

	Indices moyens annuels			Inflation (en %)	
	2013	2014	2015	2014	2015
Agadir	112,1	112,1	113,2	0,0	1,0
Casablanca	114,9	115,5	117,8	0,5	2,0
Fès	113,2	114,4	115,3	1,1	0,8
Kénitra	112,3	112,9	114,6	0,5	1,5
Marrakech	112,9	113,8	115,0	0,8	1,1
Oujda	112,6	112,5	114,2	-0,1	1,5
Rabat	110,5	111,5	113,0	0,9	1,3
Tétouan	112,0	112,4	114,4	0,4	1,8
Meknès	114,9	115,1	117,9	0,2	2,4
Tanger	114,7	115,1	117,0	0,3	1,7
Laâyoune	112,6	112,8	115,1	0,2	2,0
Dakhla	111,8	112,6	115,2	0,7	2,3
Guelmim	112,5	112,3	114,5	-0,2	2,0
Settat	112,7	112,5	113,7	-0,2	1,1

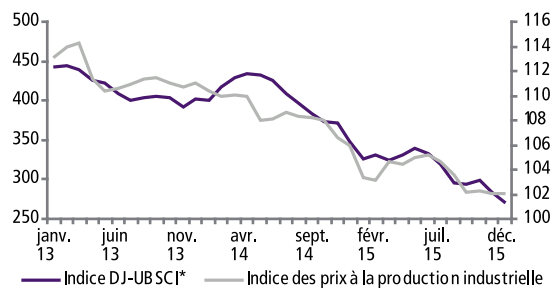
	Indices moyens annuels			Inflation (en %)	
	2013	2014	2015	2014	2015
Safi	108,2	108,9	110,5	0,6	1,5
Beni-Mellal	111,7	111,9	113,3	0,2	1,3
Al-Hoceima	114,0	113,8	115,3	-0,2	1,3
National	112,9	113,4	115,2	0,4	1,6
Etendu (en points de %)				1,3	1,6

Sources : HCP et calculs de BAM.

1.4.5. Évolution de l'indice des prix à la production industrielle

La poursuite de la tendance baissière des cours internationaux des matières premières s'est reflétée au niveau des prix à la production industrielle qui ont connu une accentuation de leur baisse de 2,9% en 2014 à 4,5% en 2015.

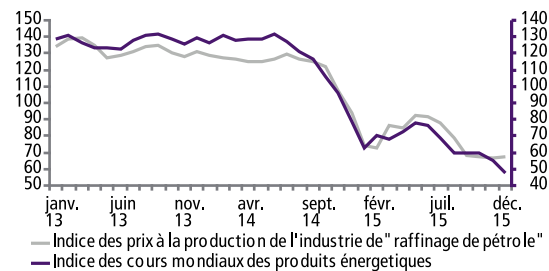
Graphique 1.4.9 : Évolution de l'indice DJ-UBSCI¹ global et des prix à la production industrielle



¹ L'indice Dow Jones-UBS Commodity (DJ-UBSCI) est composé de cotations des contrats à terme de 22 matières premières incluant des produits énergétiques et agricoles, des métaux précieux et des métaux de base.

Sources : HCP, Thomson Reuters Eikon et Banque mondiale.

Graphique 1.4.10 : Evolution des cours mondiaux des produits énergétiques et des prix à la production de la branche raffinage de pétrole



Par branche d'activité, ce recul a concerné principalement le « raffinage de pétrole » avec une baisse de 35,8% et, dans une moindre mesure, « l'industrie de textile » et « l'industrie alimentaire » avec des taux respectifs de 2,8% et de 0,7%. En revanche, les prix à la production ont augmenté de 2,8% pour les « articles d'habillement » et de 5,2% pour les « produits à base de tabacs ».

Tableau 1.4.4 : Indice des prix à la production des industries manufacturières (base 100=2010)

Variation en %	2011	2012	2013	2014	2015
Industries alimentaires	4,5	3,2	1,5	-0,7	-0,7
Produits à base de tabacs	0,0	0,0	6,4	2,1	5,2
Industries chimiques	36,7	2,1	-9,5	-11,7	-0,3
Industrie textile	2,1	0,8	-0,3	0,5	-2,8
Raffinage du pétrole	29,8	10,9	-7,8	-8,1	-35,8
Articles d'habillement	0,6	0,8	0,7	1,1	2,8
Indice général	10,6	2,9	-1,8	-2,9	-4,5

Sources : HCP et calculs BAM.

1.5 Finances publiques

La situation des finances publiques a poursuivi son amélioration entamée en 2013, le déficit budgétaire hors privatisation étant revenu de 4,9% du PIB en 2014 à 4,4% en 2015, niveau en ligne avec l'objectif de la loi de finances.

L'évolution des recettes a été marquée par une augmentation de 3,8% du produit fiscal, résultat principalement d'une amélioration des rentrées de l'IR et de la TVA à l'intérieur, et par un recul des dons du CCG à 3,7 milliards contre 13,1 milliards de dirhams un an auparavant. Du côté des dépenses, la forte baisse des cours internationaux des produits énergétiques s'est traduite par un allègement de 57,2% de la charge de compensation, alors que le rythme de progression des dépenses au titre des autres biens et services s'est de nouveau accéléré. S'agissant de l'investissement, il est ressorti en hausse de 7,8% avec un taux d'exécution de 119%.

Tenant compte d'une réduction de 6,9 milliards du stock des arriérés de paiements, le déficit de caisse a atteint 49,6 milliards, financé quasi-exclusivement par des ressources intérieures. Dans ces conditions, le ratio de la dette du Trésor est ressorti en hausse à 64,1% du PIB, avec une augmentation de sa composante intérieure de 1,5 point du PIB à 49,7% et une baisse de celle extérieure de 1 point du PIB à 14,3%.

1.5.1 Loi de finances 2015

La loi de finances 2015 s'est basée sur des cours moyens de 103 dollars le baril pour le pétrole et de 804 dollars la tonne pour le butane ainsi qu'un taux de change de 8,6 dirhams pour un dollar. Elle a ciblé un déficit de 4,3% du PIB ou 42 milliards de dirhams et retenu une inflation de 2%.

Les recettes fiscales étaient prévues en amélioration de 2% par rapport à la loi de finances 2014, tirées par les progressions de 7,7% des recettes de l'impôt sur les sociétés, de 4% de celles de l'impôt sur le revenu et de 5,2% des taxes intérieures de consommation. En revanche, les produits de la TVA et des droits de douane devaient accuser des baisses respectives de 1,7% et de 5,8%. Pour leur part, les recettes non fiscales étaient attendues en hausse de 15,6%, avec un montant des dons en provenance du CCG de 13 milliards de dirhams.

Les dépenses courantes devaient diminuer de 0,9%, avec un recul de la charge de compensation à 22,9 milliards de dirhams, contre 35 milliards dans la loi de finances 2014, et une augmentation limitée à 1,7% de la masse salariale. Les émissions d'investissement étaient programmées à 49,2 milliards, en progression de 12,6%.

Tableau 1.5.1 : Programmation budgétaire (en millions de dirhams)

	Loi de Finances 2014	Loi de Finances 2015	Variations en %	Variations en valeurs
Ressources ordinaires	232 231	240 197	3,4	7 966
Recettes fiscales ¹	204 686	208 819	2,0	4 134
Dont : TVA	81 708	80 281	-1,7	-1 426
IS	39 710	42 780	7,7	3 070
IR	35 137	36 540	4,0	1 403
Recettes non fiscales	24 545	28 378	15,6	3 833
Dont : dons du CCG	8 500	13 000	52,9	4 500
Recettes de certains comptes spéciaux du Trésor	3 000	3 000	0,0	0
Dépenses globales	283 891	287 154	1,1	3 262
Dépenses ordinaires	240 150	237 919	-0,9	-2 231
Masse salariale	103 700	105 509	1,7%	1 809
Autres biens et services	53 003	58 865	11,1%	5 862
Intérêts de la dette	23 935	26 560	11,0	2 625
Compensation	35 000	22 900	-34,6	-12 100
Transferts aux collectivités territoriales	24 512	24 084	-1,7	-428
Solde ordinaire	-7 919	2 279		10 198
Dépenses d'Investissement ²	43 741	49 235	12,6	5 494
Solde des autres comptes spéciaux du Trésor	5 100	5 000		
Solde budgétaire global	-46 561	-41 957		
En pourcentage du PIB	-4,9	-4,4		
Variation des arriérés	-7 984	0		
Besoin de financement	-54 545	-41 957		
Financement intérieur	32 751	20 368		
Financement extérieur	21 794	21 589		

¹ Incluant les 30% des recettes de la TVA transférées aux collectivités territoriales.

² Prévisions en termes d'émission.

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

Encadré 1.5.1 : Principales mesures fiscales de la loi de finances 2015

Pour l'impôt sur les sociétés, il a été décidé :

- de permettre aux sociétés d'imputer automatiquement l'excédent d'IS versé au titre d'un exercice donné sur les exercices suivants sans limitation dans le temps ;
- d'élargir le champ d'application du taux réduit de 10% accordé dans le cadre du statut « Casablanca Finance City » aux bureaux de représentation des sociétés non résidentes.

S'agissant de **l'impôt sur le revenu**, les mesures adoptées consistent à :

- relever le plafond de déduction des primes et cotisations se rapportant aux contrats d'assurance retraite de 6% à 10% du revenu global imposable pour les contribuables ne disposant pas de revenus salariaux et de la limiter à 50% du salaire net imposable pour les contribuables disposant de revenus salariaux. Le contribuable disposant des deux catégories de revenus a le choix entre les deux options susmentionnées ;
- assimiler les avances sur contrats d'assurance retraite perçues avant l'expiration de la durée de 8 ans et/ou avant l'âge de 50 ans à des rachats soumis à l'IR ;
- appliquer la progressivité au lieu des taux d'abattements proportionnels aux montants bruts des retraites :

Tableau E1.5.1.1 : Taux d'abattement applicables aux montants bruts annuels des retraites

Avant 2015 (proportionnel)	A partir du 1er janvier 2015 (progressif)
55% lorsque le montant brut \leq 168.000 DH	55% sur le montant brut à hauteur de 168.000 DH
40% lorsque le montant brut > 168.000 DH	40% pour le surplus

- proroger jusqu'au 31 décembre 2016 les mesures d'encouragement pour les contribuables s'identifiant pour la première fois auprès de l'administration fiscale. Seuls les revenus acquis et les opérations réalisées à partir de la date de leur identification seront imposables ;
- exonérer le salaire mensuel brut des nouvelles recrues à hauteur d'un plafond de 10.000 dirhams sur une durée de 24 mois, dans la limite de cinq employés pour les entreprises créées entre 2015 et 2019 ;
- supprimer la possibilité de prolongation de l'exonération de l'indemnité mensuelle de stage ;
- exclure du champ d'application des droits d'enregistrement les sociétés à prépondérance immobilière cotées en bourse et appliquer le taux spécifique de 15%, au lieu de 20%, aux profits des cessions d'actions ou parts sociales de ces sociétés.

En matière de **taxe sur la valeur ajoutée**, la durée d'exonération des biens d'investissement pour les entreprises nouvellement créées a été prolongée de 24 à 36 mois. Par ailleurs, le seuil des programmes d'investissement éligibles au régime conventionnel avec l'Etat a été ramené de 200 millions à 100 millions de dirhams. Outre ces mesures, plusieurs réaménagements de taux ont été opérés :

Tableau E1.5.1.2 : Réaménagements de taux de la TVA

Opérations ou services	Avant 2015	LF 2015
Opérations de crédit se rapportant au logement social	Exonérées	10%
Farines et semoules de riz et farines de féculents	10%	20%
Thé en vrac ou conditionné	14%	20%
Chauffe-eaux solaires	14%	10%
Péage d'autoroutes	10%	20%
Œuvres et objets d'art	20%	10%
Engins et filets de pêche	20%	10%

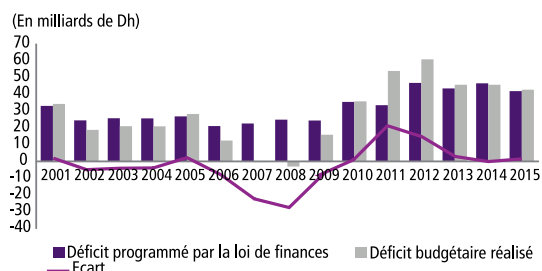
D'autres mesures fiscales ont également été introduites, dont notamment :

- le relèvement de 3% à 4% du taux d'enregistrement applicable aux cessions de parts sociales et d'actions de sociétés ;
- l'octroi aux étrangers résidents au Maroc la possibilité d'acquérir des logements à faible valeur immobilière ou des logements destinés à la classe moyenne ;
- la réduction de la durée d'exonération des revenus afférents à la location de 20 à 8 ans et le relèvement du loyer de 700 à 1.000 DH pour le logement social et de 1.200 à 2.000 DH pour le logement à faible valeur immobilière pour les opérateurs qui concluent des conventions avec l'Etat pour l'acquisition de logements destinés à la location ;
- la baisse des droits d'importation sur plusieurs produits, notamment le thé, le concentré de purée de fruits et certaines épices non produites localement ;
- la réduction de 200 à 100 millions de dirhams du seuil de l'investissement destiné à l'acquisition des biens d'équipement bénéficiant de l'exonération du droit d'importation.

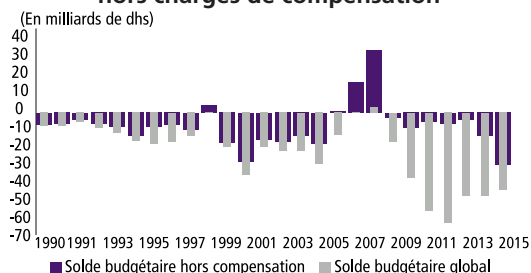
1.5.2 Exécution budgétaire

Le déficit global hors privatisation s'est allégé de 45,7 milliards de dirhams en 2014 à 42,7 milliards en 2015. Les recettes ordinaires¹ ont enregistré un léger recul de 0,5% à 233,7 milliards, le repli des dons ayant été compensé en grande partie par la hausse des recettes fiscales. Recouvrant notamment une forte baisse de la charge de compensation et une augmentation importante des investissements, les dépenses globales ont été en repli de 1,4% à 282,1 milliards de dirhams.

¹ Y compris la part du produit de la TVA transférée aux collectivités territoriales et hors recettes de privatisation.

Graphique 1.5.1 : Evolution du déficit budgétaire

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

Graphique 1.5.2 : Evolution du solde budgétaire hors charges de compensation

Ressources ordinaires

Après une hausse de 0,7% en 2014, les recettes fiscales ont progressé de 3,8% à 205,8 milliards de dirhams. Compte tenu d'un accroissement de 6,3% du PIB nominal, la pression fiscale¹ s'est allégée à 21% contre 21,5% en 2014 et une moyenne de 22,5% entre 2009 et 2013.

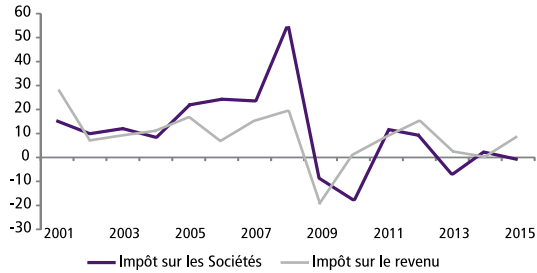
Les ressources drainées par les impôts directs se sont améliorées de 4,1%, contre 0,3% en 2014, tirées par une hausse de 8,4% du produit de l'IR à 36,8 milliards. Les recettes de l'IS ont connu une diminution de 0,4% à 41,3 milliards, liée à un effet de base consécutif aux recettes exceptionnelles enregistrées en 2014, dont notamment 1,1 milliard au titre de la cession d'une partie du capital de Maroc Telecom.

Les recettes des impôts indirects se sont chiffrées à 100,6 milliards, en progression de 3,5% après une baisse de 0,9% en 2014. Les rentrées au titre de la TVA ont crû de 2,5% à 75,3 milliards, reflétant une augmentation de 9,3% à 29,5 milliards de la TVA à l'intérieur. En revanche, sous l'effet de la baisse en valeur des importations, le produit de la TVA à l'importation a reculé de 1,4% à 45,8 milliards. En parallèle, les recettes de la TIC se sont accrues de 6,4% à 25,4 milliards, avec notamment une hausse de 10% à 15,3 milliards de celles sur les produits énergétiques.

Pour les autres rubriques, les droits d'enregistrement et de timbre ont affiché une progression de 7% à 16,7 milliards, alors que le produit des droits de douane est ressorti en légère baisse de 0,3% à 7,7 milliards.

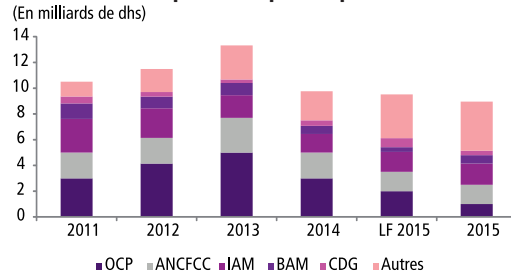
¹ Ratio des recettes fiscales au PIB nominal.

Graphique 1.5.3 : Evolution des recettes de l'IS et de l'IR



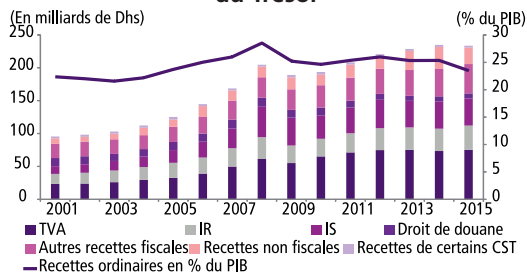
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Graphique 1.5.4 : Evolution des recettes de monopoles et participations



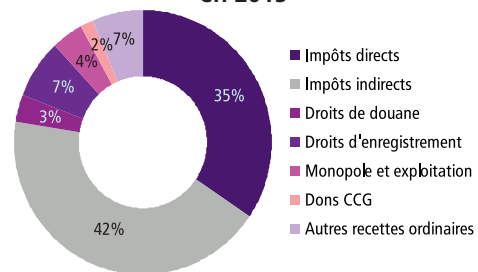
Les recettes non fiscales, pour leur part, sont revenues de 33,6 milliards à 25 milliards de dirhams, traduisant principalement le recul de 13,1 milliards en 2014 à 3,7 milliards des dons du CCG. De même, les recettes de monopole ont baissé de 8,4% à 9 milliards, avec notamment un repli de 3 milliards à un milliard des dividendes versés par l'OCP et l'encaissement des droits d'attribution de licences téléphoniques 4G d'un montant de 1,7 milliard. Les autres recettes de monopole et de participation proviennent notamment de Maroc Télécom pour 1,6 milliard, de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie pour 1,5 milliard et de Bank Al-Maghrib pour 651 millions de dirhams. Le reliquat des autres recettes non fiscales a totalisé 12,3 milliards dont 4,4 milliards au titre des « recettes en atténuation de dépenses de la dette ».

Graphique 1.5.5 : Evolution des recettes ordinaires du Trésor



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

Graphique 1.5.6 : Structure des recettes ordinaires en 2015



Encadré 1.5.2 : Loi organique relative à la loi de finances : apports et mise en œuvre

Dans le cadre de la modernisation du système des finances publiques et de l'alignement des lois en vigueur sur les dispositions de la Constitution de 2011, une nouvelle loi organique relative à la loi de finances (LOLF) a été adoptée en 2015. Elle vise à améliorer la visibilité, la discipline et la transparence des finances publiques en instaurant une gestion axée sur les résultats, en introduisant notamment une programmation budgétaire pluriannuelle et une règle budgétaire qui limite les nouveaux emprunts nets au financement des investissements. Sa mise en œuvre progressive sera étalée sur une période de cinq ans à partir de 2016.

Dans l'objectif d'améliorer l'efficacité de la dépense publique, plusieurs mesures ont été introduites dans la loi de finances de 2016. Il s'agit notamment de l'interdiction d'intégrer les dépenses de personnel ou de matériel dans le chapitre des investissements et de la création d'un chapitre « remboursements, dégrèvements et restitutions fiscaux » afin de respecter le caractère brut des dépenses. A partir du 1er janvier 2017, une nouvelle règle relative à la limitation des crédits de personnel sera effective, au lieu du caractère évaluatif actuellement en vigueur.

Au plan de la transparence budgétaire, la création de comptes spéciaux ou de « services de l'Etat gérés de manière autonome » sera à partir de 2016 conditionnée par l'existence d'un minimum de ressources propres. Dans le même cadre, deux nouvelles notes relatives aux charges communes et à la répartition régionale de l'investissement ainsi qu'un rapport sur le foncier public mobilisé pour l'investissement feront partie de la documentation accompagnant les projets de loi de finances.

A partir de 2018, une nouvelle approche par programmes permettant la responsabilisation des gestionnaires et le suivi des résultats sera appliquée. En outre, les reports des crédits de paiement ouverts au titre des dépenses d'investissement seront limités. Pour renforcer la discipline budgétaire globale et la transparence des finances publiques, l'Etat sera appelé à tenir une comptabilité générale permettant en particulier d'établir son patrimoine et sa situation financière.

La programmation budgétaire triennale des départements ministériels et des établissements publics subventionnés sera à partir de 2019 appliquée et présentée au Parlement. L'année 2020, dernière année de mise en œuvre de la loi, connaîtra l'entrée en vigueur de la prise en compte des cotisations de l'Etat au titre de la prévoyance sociale et de la retraite au niveau des dépenses de personnel. Le projet de loi de règlement sera dès lors accompagné du compte général de l'Etat, du rapport annuel de performance et du rapport d'audit de performance, et la certification des comptes de l'Etat par la Cour des Comptes deviendra obligatoire.

Tableau 1.5.2 : Situation des charges et ressources du Trésor

	2014 ¹	2015	Variations en %	Taux d'exécution par rapport à la loi de finances 2015
Recettes ordinaires	234 944	233 716	-0,5	97,3
Recettes fiscales	198 186	205 788	3,8	98,5
- Impôts directs	77 593	80 760	4,1	98,8
Impôt sur les sociétés	41 480	41 319	-0,4	96,6
Impôt sur le revenu	33 985	36 848	8,4	100,8
- Impôts indirects	97 276	100 637	3,5	95,9
Taxe sur la valeur ajoutée ²	73 427	75 271	2,5	93,8
Taxe intérieure de consommation	23 849	25 366	6,4	102,9
- Droits de douane	7 738	7 715	-0,3	106,1
- Droits d'enregistrement et de timbre	15 579	16 676	7,0	112,1
Recettes non fiscales³	33 587	24 981	-25,6	88,0
Dons des pays du CCG	13 120	3 716	-71,7	28,6
Recettes de certains Compte Spéciaux du Trésor	3 171	2 947	-7,1	98,2
Dépenses globales	286 030	282 091	-1,4	98,2
Dépenses ordinaires	231 723	223 548	-3,5	94,0
Biens et services	152 259	159 700	4,9	97,2
- Personnel	101 505	102 669	1,1	97,3
- Autres biens et services	50 754	57 031	12,4	96,9
Intérêts de la dette publique	24 788	27 289	10,1	102,7
- Intérieure	21 052	23 304	10,7	102,3
- Extérieure	3 736	3 985	6,7	105,3
Compensation	32 648	13 977	-57,2	61,0
Transferts aux collectivités territoriales	22 028	22 581	2,5	93,8
Solde ordinaire	3 221	10 169		
Dépenses d'investissement	54 307	58 544	7,8	118,9
Solde des autres Comptes Spéciaux du Trésor	5 396	5 630		
Solde primaire	-20 903	-15 456		
Solde budgétaire global	-45 690	-42 745		
Variation des arriérés	-2 091	-6 873		
Besoin/excédent de financement	-47 781	-49 618		
Financement intérieur	36 442	49 522		
- Marché des adjudications	13 086	44 047		
- Autres opérations	23 356	5 475		
Financement extérieur	9 293	54		
- Tirages	17 685	8 422		
- Amortissements	-8 392	-8 369		
Privatisation	2 046	43		

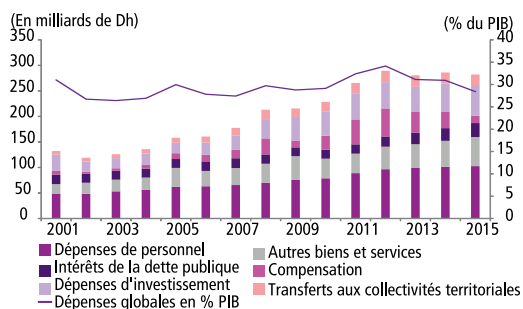
1 Chiffres révisés.

2 Incluant les 30% des recettes de la TVA transférées aux collectivités territoriales.

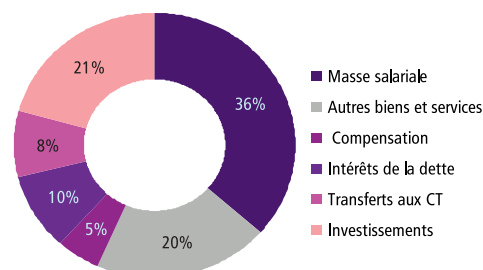
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Dépenses globales

Les dépenses globales du Trésor ont diminué de 1,4% à 282,1 milliards, la forte baisse de la charge de compensation ayant plus que contrebalancé la hausse des autres catégories, notamment les autres biens et services et l'investissement.

Graphique 1.5.7 : Evolution des dépenses globales du Trésor

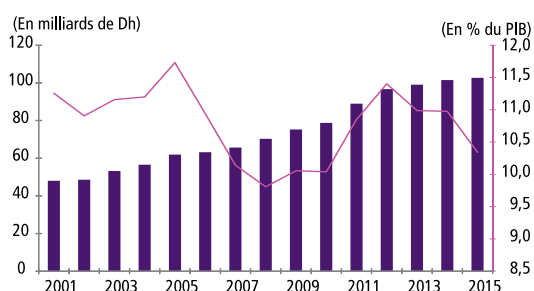
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Graphique 1.5.8 : Structure des dépenses globales en 2015

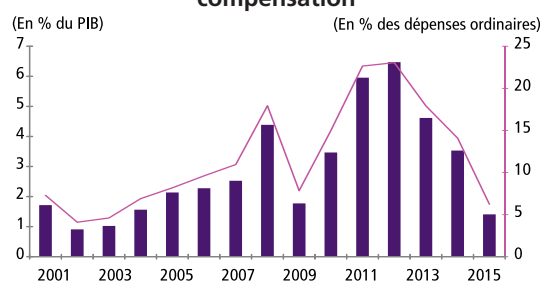
La charge de compensation est revenue de 32,6 milliards de dirhams à 14 milliards en 2015, dont 8,6 milliards pour le gaz, en baisse de 40,9%, 2,9 milliards pour le sucre et 2,5 milliards pour la farine. La diminution de la subvention du gaz reflète le recul de son cours sur le marché international de 723,3 dollars la tonne en moyenne en 2014 à 376,4 dollars en 2015. L'effet de ce repli a été toutefois atténué par l'appréciation du dollar dont le cours moyen s'est établi à 9,75 dirhams contre 8,41 dirhams en 2014.

Les dépenses de fonctionnement se sont alourdies de 4,9% à 159,7 milliards de dirhams. Après une progression de 2,5% en 2014, la masse salariale a enregistré une augmentation de 1,1% à 102,7 milliards, traduisant en particulier une création nette de près de 7.000 postes d'emplois et une baisse de 26,7% des rappels pour les salaires servis par la DPP¹. En pourcentage du PIB, elle est revenue d'une année à l'autre de 11% à 10,5%.

En hausse de 12,4%, les dépenses au titre des autres biens et services se sont établies à 57 milliards, portant leur part dans les dépenses globales de 17,7% à 20,2%. En particulier, après une augmentation de 22,2%, les transferts aux établissements publics se sont accrus de 11,9% à 16 milliards de dirhams.

Graphique 1.5.9 : Evolution de la masse salariale

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

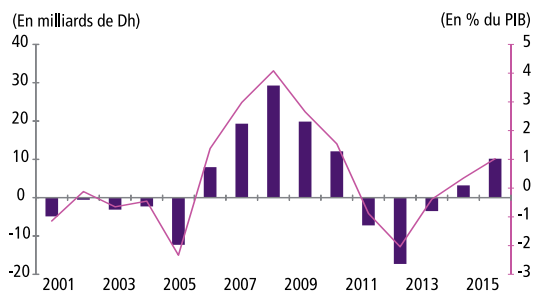
Graphique 1.5.10 : Evolution des dépenses de compensation

¹ Direction des Dépenses du Personnel relevant de la Trésorerie Générale du Royaume. Les salaires servis par la DPP représentent 88,5% de la masse salariale.

Pour ce qui est des paiements d'intérêts de la dette, ils ont progressé de 10,1% à 27,3 milliards, reflétant essentiellement une hausse de 10,7% à 23,3 milliards de sa composante intérieure. De même, après une baisse de 3,8% en 2014, les intérêts de la dette extérieure se sont accrus de 6,7% à 4 milliards dont 383 millions de dirhams au titre de l'emprunt d'un milliard d'euros contracté en juin 2014.

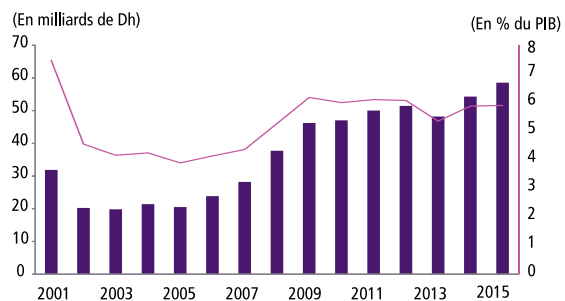
Au total, les dépenses courantes du Trésor sont ressorties en diminution pour la troisième année consécutive, s'établissant à 223,5 milliards. Dans ces conditions, l'épargne budgétaire s'est élevée à 10,2 milliards contre 3,2 milliards en 2014, permettant ainsi de couvrir 17,4%, contre 5,9% en 2014, des émissions d'investissement. Ces dernières ont enregistré une augmentation de 7,8% à 58,5 milliards, avec notamment une hausse de 16% à 36,2 milliards des dépenses d'équipement des Ministères et une diminution de 6,3% à 10,8 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor.

Graphique 1.5.11 : Evolution du solde ordinaire



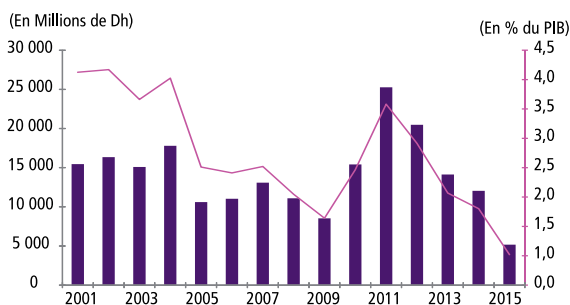
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Graphique 1.5.12 : Dépenses d'investissement



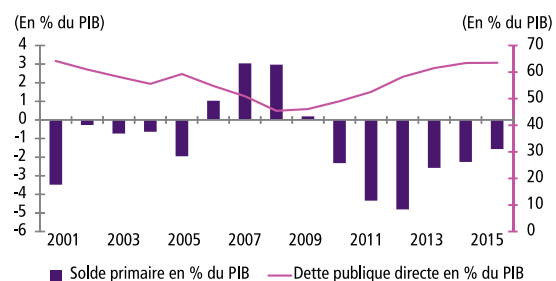
Compte tenu d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 5,6 milliards, le déficit budgétaire s'est allégé de 45,7 milliards en 2014 à 42,7 milliards en 2015. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock d'arriérés de paiements de 6,9 milliards le ramenant autour de 5 milliards, le déficit de caisse ressortant par conséquent à 49,6 milliards au lieu de 47,8 milliards en 2014.

Graphique 1.5.13 : Evolution du stock des arriérés de paiement



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

Graphique 1.5.14 : Evolution du solde primaire et de la dette publique directe



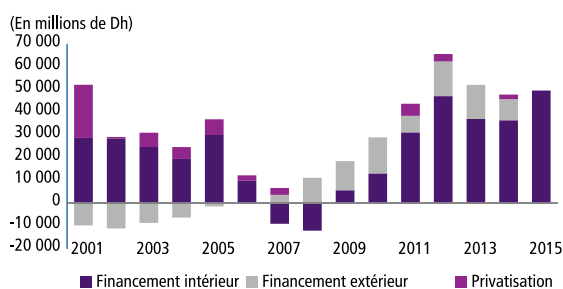
1.5.3 Financement du Trésor

Le besoin de financement du Trésor a été couvert quasi-exclusivement par des ressources intérieures. Le montant net mobilisé s'est établi à 49,5 milliards de dirhams, après 36,4 milliards en 2014. Les levées nettes au titre des bons de Trésor ont totalisé 44 milliards et le reste a été mobilisé à travers les circuits propres du Trésor.

Les ressources extérieures du Trésor se sont établies à 8,4 milliards de dirhams, soit un montant quasi-équivalent à celui des remboursements, le flux net ressortant ainsi à 54 millions contre 9,3 milliards en 2014. Ces ressources ont été mobilisées quasi-exclusivement auprès des institutions internationales, avec notamment des prêts à hauteur de 5,8 milliards auprès de la Banque Mondiale et 1,7 milliard auprès de la Banque Africaine de Développement.

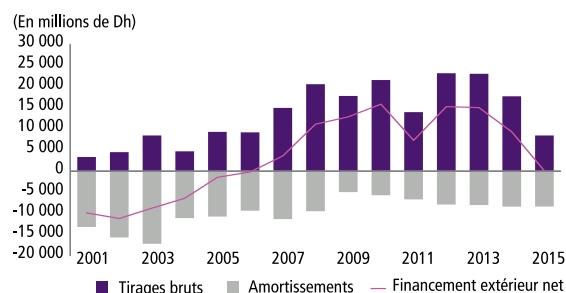
Par ailleurs, les recettes de privatisation se sont limitées à 43 millions provenant de la cession de la participation de l'Etat dans le capital de la Société Mer Verte, contre 2 milliards de dirhams en 2014.

Graphique 1.5.15 : Financement net du Trésor



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

Graphique 1.5.16 : Financement extérieur du Trésor



1.5.4 Endettement public

A fin décembre 2015, l'encours de la dette publique directe s'est établi à 629,2 milliards de dirhams, en hausse de 7,3%, reflétant principalement une augmentation de 9,6% de sa composante intérieure à 488,4 milliards. En raison notamment de l'orientation du Trésor vers les maturités moyennes en termes de souscriptions brutes, dont la part a atteint 29,1% contre 19,1% en 2014, la durée de vie moyenne de la dette intérieure s'est allongée davantage en 2015, passant de 5,8 à 6,3 années. Dans ces conditions, le coût moyen¹ a augmenté de 20 points de base à 5,2%, malgré une baisse de 17 points de base à 4,1% du taux moyen pondéré des nouvelles émissions du Trésor.

L'encours de la dette extérieure directe a, quant à lui, diminué de 0,2% à 140,8 milliards de dirhams, représentant ainsi 22,5% de la dette globale directe. Sa structure par devise reste

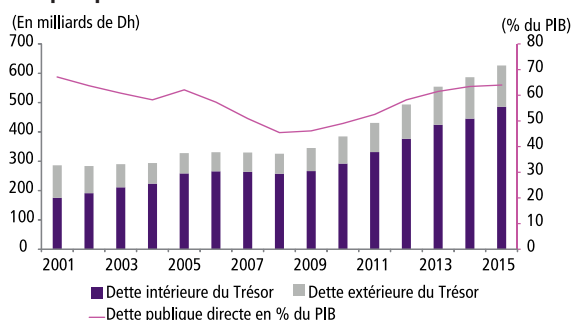
¹ Calculé comme le rapport entre les intérêts de la dette payés l'année en cours et le stock de la dette de l'année précédente.

dominée par l'Euro, avec toutefois une part en baisse de 78,8% à 75,9%. Pour ce qui est du coût moyen, il a reculé de 5 points de base à 2,82%.

Rapportée au PIB, la dette publique directe a enregistré une progression de 63,5% à 64,1%, recouvrant une hausse de la dette intérieure de 48,2% à 49,7% et une baisse d'un point de pourcentage de la dette extérieure à 14,3%.

Concernant la dette extérieure des entreprises et établissements publics (EEP), elle a connu une hausse de 16,8% à 160 milliards, représentant ainsi 16,3% du PIB contre 14,8% en 2014. Au total, l'encours de la dette publique globale¹ s'est accru de 9,1% à 789,2 milliards², représentant 80,4% du PIB au lieu de 78,3% en 2014.

Graphique 1.5.17 : Evolution de la dette du Trésor



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

Graphique 1.5.18 : Evolution de la dette publique

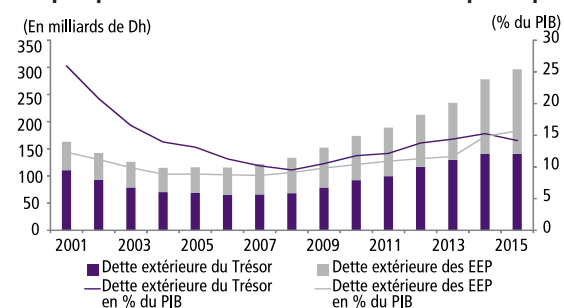


Tableau 1.5.3 : Situation de l'endettement public (en milliards de dirhams)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
I- Dette intérieure du Trésor (1+2)	263,8	257,5	266,4	292,3	331,3	376,8	424,5	445,5	488,4
En % du PIB	40,7	35,9	35,6	37,2	40,4	44,4	47,3	48,2	49,7
1- Adjudications des bons du Trésor	259,6	252,7	257,9	277,8	314,2	356,7	413,0	426,1	470,1
En % du PIB	40,1	35,2	34,5	35,4	38,3	42,1	46,0	46,1	47,9
2- Autres instruments de la dette intérieure	4,2	4,9	8,5	14,4	17,1	20,1	11,5	19,4	18,3
En % du PIB	0,6	0,7	1,1	1,8	2,1	2,4	1,3	2,1	1,9
II- Dette extérieure du Trésor	65,9	68,3	78,7	92,4	99,6	116,9	129,8	141,1	140,8
En % du PIB	10,2	9,5	10,5	11,8	12,1	13,8	14,5	15,3	14,3
III- Encours de la dette directe (I+II)	329,8	325,8	345,2	384,6	430,9	493,7	554,3	586,6	629,2
En % du PIB	50,9	45,4	46,1	49,0	52,5	58,2	61,7	63,5	64,1
IV- Dette extérieure des EEP (garantie)	56,1	65,3	73,5	81,5	89,5	95,8	104,9	137,0	160,0
En % du PIB	8,7	9,1	9,8	10,4	10,9	11,3	11,7	14,8	16,3
Dette publique extérieure (II+IV)	122,0	133,6	152,3	173,8	189,1	212,7	234,7	278,1	300,8
En % du PIB	18,8	18,6	20,3	22,2	23,1	25,1	26,1	30,1	30,6
Encours de la dette publique (III+IV)	385,9	391,1	418,7	466,1	520,5	589,5	659,2	723,6	789,2
En % du PIB	59,6	54,6	55,9	59,4	63,5	69,5	73,4	78,3	80,4
PIB à prix courants	647,5	717,0	748,5	784,6	820,1	847,9	897,9	923,7	982,2

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

1 Trésor et EEP.

2. Ces données ne comprennent pas la dette intérieure garantie.

Encadré 1.5.3 : Analyse de la soutenabilité de la dette

Seuil de soutenabilité de la dette au Maroc

La question du niveau d'endettement public tolérable a été abordée dans plusieurs travaux de la littérature économique. Ainsi, des études récentes de l'OCDE¹ ont conclu que les niveaux d'endettement tolérables dépendent du niveau de développement du pays, mais en général un ratio de dette publique élevé, va de pair avec une moindre croissance. De son côté, le FMI² ne propose pas de limites spécifiques mais recommande néanmoins la conduite d'une analyse plus rigoureuse des vulnérabilités lorsque ce ratio dépasse un certain niveau. Les travaux de Reinhart et Rogoff (2010)³, Reinhart et al. (2012)⁴ et Pescaroti et al. (2014)⁵ ont montré que dans les pays avancés, la croissance se détériore manifestement lorsque l'endettement dépasse 90% du PIB. En revanche, d'autres travaux notamment ceux d'Herndon⁶ et al. (2013) avancent qu'il n'y a pas de point d'inflexion particulier ou d'effet de seuil.

La méthode de Reinhart et Rogoff en particulier, consiste à analyser le lien entre la croissance et l'inflation d'un côté et le niveau de la dette de l'autre. Elle présente l'avantage d'être applicable au niveau d'un pays pris individuellement. Son application au cas du Maroc, sur la base des données de la période 1982-2015, indique qu'un ratio d'endettement du Trésor dépassant 70% du PIB va de pair avec une baisse du taux de croissance et une hausse importante de l'inflation.

Tableau E1.5.3.1 : Résumé des résultats

	Ratio de la dette publique en % du PIB			
	Inférieur à 50%	Entre 50% et 60%	Entre 60% et 70%	Supérieur à 70%
Croissance moyenne	4,7%	4,8%	4,6%	3,8%
Ecart*	-	0,1%	-0,2%	-0,8%
L'inflation médiane	1%	1,3%	2,3%	5,5%
Nombre d'années	3	7	14	10

* Différence entre la croissance moyenne (ou médiane) de l'intervalle supérieur par rapport à l'intervalle inférieur.

1 OCDE (2015), « Atteindre des cibles prudentes de dette grâce à des règles fiscales », note de politique économique du département des affaires économique de l'OCDE.

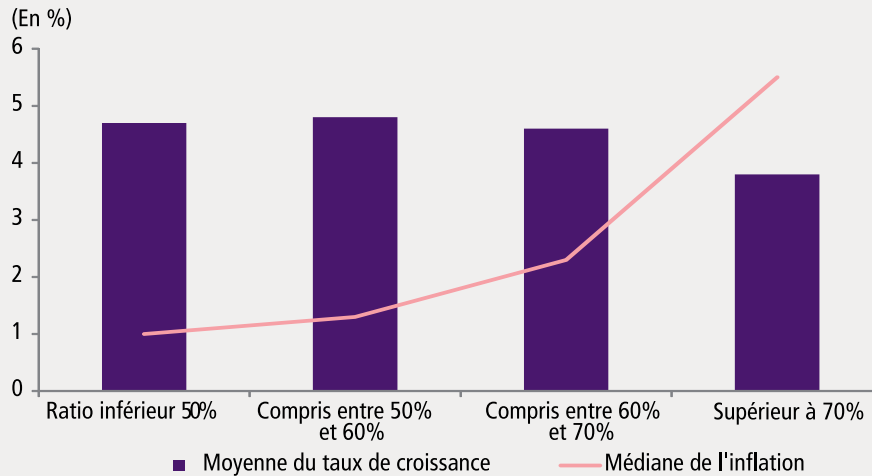
2 FMI (2011), « Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis », the Fiscal Affairs Department and the Strategy, Policy, and Review Department.

3 Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff (2010), « Growth in a Time of Debt », American Economic Review.

4 Carmen M. Reinhart and Vincent R. Reinhart (2012), « Debt overhangs: past and present », National Bureau of Economic Research.

5 Pescaroti, Sandri et Simon (2014) « Pas de seuil magique », Finance & Développement.

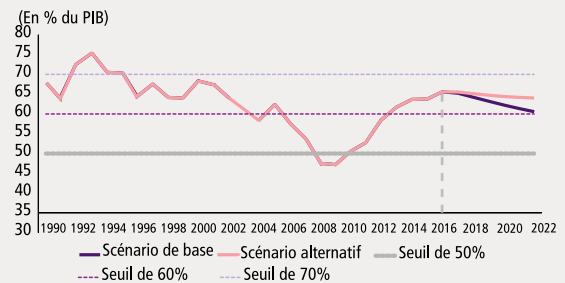
6 Herndon, Ash and Pollin (2013), « Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A critique of Reinhart and Rogoff », Political Economy Research Institute.

Graphique E1.5.3.1 : Dette publique, croissance et inflation 1983-2015

Soutenabilité de la dette publique

L'exercice de simulation de l'évolution de la dette du Trésor sur la période 2016-2022 se base sur les prévisions budgétaires de la loi de finances 2016 et les perspectives macroéconomiques de Bank Al-Maghrib pour 2017. Pour le reste de la période, il est supposé un solde primaire permettant de converger vers un déficit budgétaire autour de 3% du PIB et la croissance est considérée comme endogène dépendant de l'impulsion budgétaire.

Il ressort des simulations que la dette devrait commencer à baisser à partir de 2017. Elle devrait passer de 64,1% en 2015, à 65,9% en 2016 avant de revenir à moins de 65,5% en 2017. Toutefois, un choc négatif de croissance de 1 point de pourcentage à partir de 2017 se traduirait par une augmentation moyenne de la dette de 2 points par rapport au scénario de base.

Graphique E1.5.3.2 : Projections de la dette publique directe

Sources : Ministère de l'Economie et des Finances et prévisions de BAM.

1.6 Balance des paiements

La situation des comptes extérieurs s'est encore améliorée en 2015. Le déficit commercial s'est atténué de 19,2% traduisant pour l'essentiel un net allègement de la facture énergétique et la poursuite de la dynamique à l'export du secteur de l'automobile ainsi qu'une hausse des ventes de phosphates. En parallèle, les transferts des marocains résidant à l'étranger ont enregistré un accroissement de 2,9%, alors que les recettes de voyages ont reculé de 1,2%. Au total, et en dépit d'un net recul des entrées en dons CCG à 3,7 milliards de dirhams, le déficit courant s'est sensiblement atténué revenant à 1,9% du PIB après 5,7% en 2014 et 7,9% en 2013.

Au plan des opérations financières, les investissements directs étrangers se sont maintenus à un niveau élevé avec un afflux de 39 milliards de dirhams, alors que le solde des prêts a connu une baisse reflétant principalement le repli des tirages aussi bien du Trésor que des entreprises et établissements publics.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est renforcé de 23,5% à 224,6 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 6 mois et 24 jours d'importations de biens et services au lieu de 5 mois et 9 jours à fin 2014.

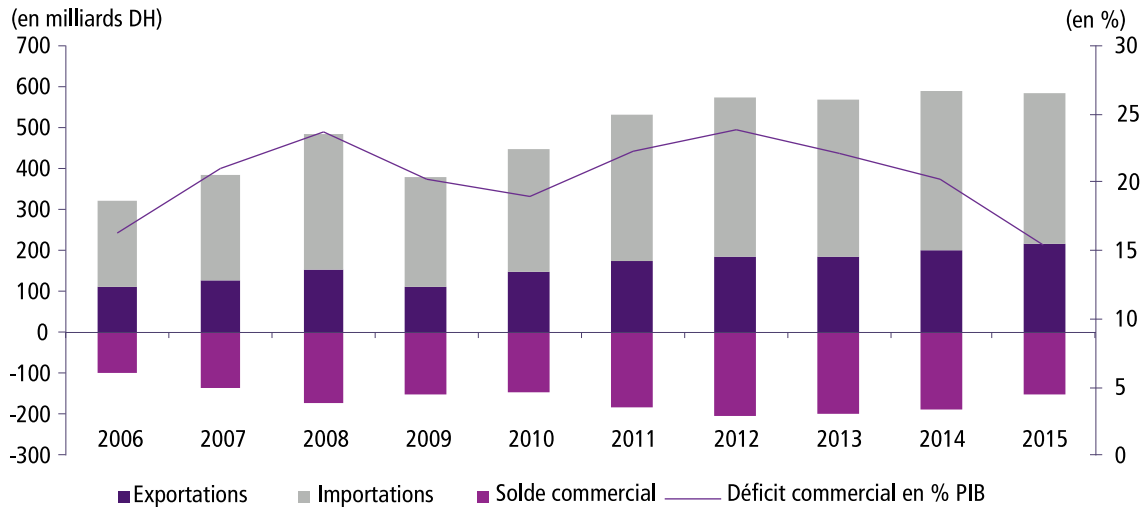
Tableau 1.6.1 : Principales rubriques de la balance des paiements (en % du PIB)

	Moyenne 2001-2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Compte courant	2,3	-5,0	-5,3	-4,4	-7,9	-9,5	-7,9	-5,7	-1,9
Déficit commercial	13,7	23,8	20,2	18,9	22,3	23,8	22,1	20,3	15,4
Recettes des voyages (▲ %)	15,8	-5,3	-4,9	6,8	4,4	-1,8	-0,4	3,0	-1,2
Recettes des MRE (▲ %)	15	-3,5	-5,4	8,3	7,4	0,6	-1,5	3,7	2,9
Dons	0,4	1,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,8	1,8	0,5
Compte financier (flux net)	-2,0	5,5	5,9	4,7	8,2	9,8	7,0	5,0	1,3
IDE	3,6	2,7	2,1	1,7	2,5	2,8	3,1	3,2	3,1
Prêts	-1,9	1,6	3,0	3,0	1,7	2,7	3,6	4,2	2,5
RIN en mois d'importations	8,9	6,1	7,3	6,9	5,2	4,1	4,4	5,3	6,8

Sources : Office des Changes et BAM.

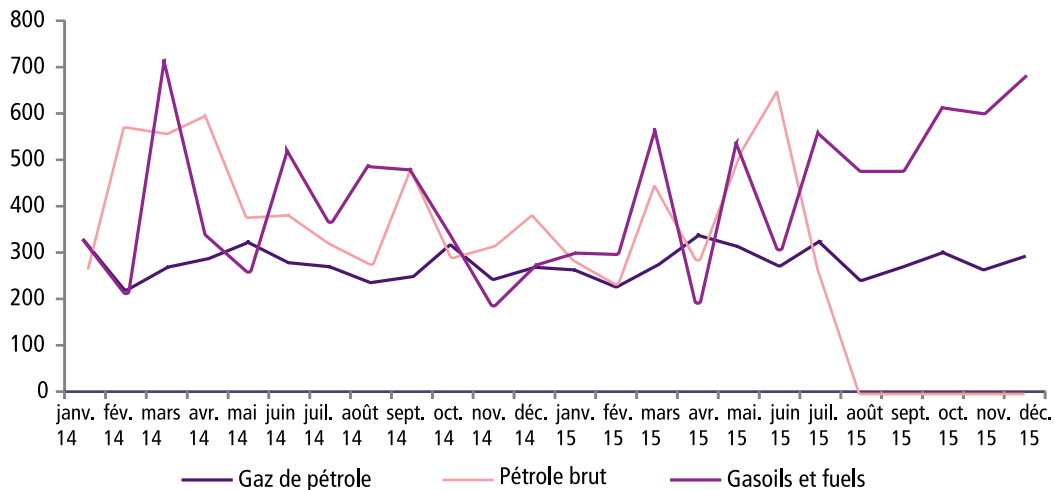
1.6.1 Balance commerciale

Poursuivant sa tendance baissière entamée en 2013, le déficit commercial s'est atténué de 36 milliards en 2015 à 151,3 milliards de dirhams ou 15,4% du PIB contre 20,3% en 2014 et 22,1% en 2013. Cette évolution résulte d'une diminution de 5,6% des importations à 366,4 milliards et d'une hausse de 7,1 % des exportations à 215,1 milliards, le taux de couverture s'étant ainsi amélioré de 7 points de pourcentage à 58,7%.

Graphique 1.6.1 : Evolution de la balance commerciale

Source : Office des Changes.

Le recul des importations reflète essentiellement un fléchissement des achats de produits énergétiques de 28,6% à 66,3 milliards, en relation avec l'importante baisse des prix¹ sur le marché international. Pour ce qui est des volumes, les quantités importées se sont contractées de 44,4% pour le pétrole brut, suite à l'arrêt des acquisitions de la SAMIR à partir du mois d'août, alors qu'elles ont augmenté de 25,7% pour les gas-oils et fuel-oils.

Graphique 1.6.2 : Importation des principaux produits pétroliers (Quantités en milliers de tonnes)

Source : Office des Changes.

¹ Le prix du pétrole brut est revenu, en moyenne, de 96,2 \$ le baril en 2014 à 50,8 \$ en 2015.

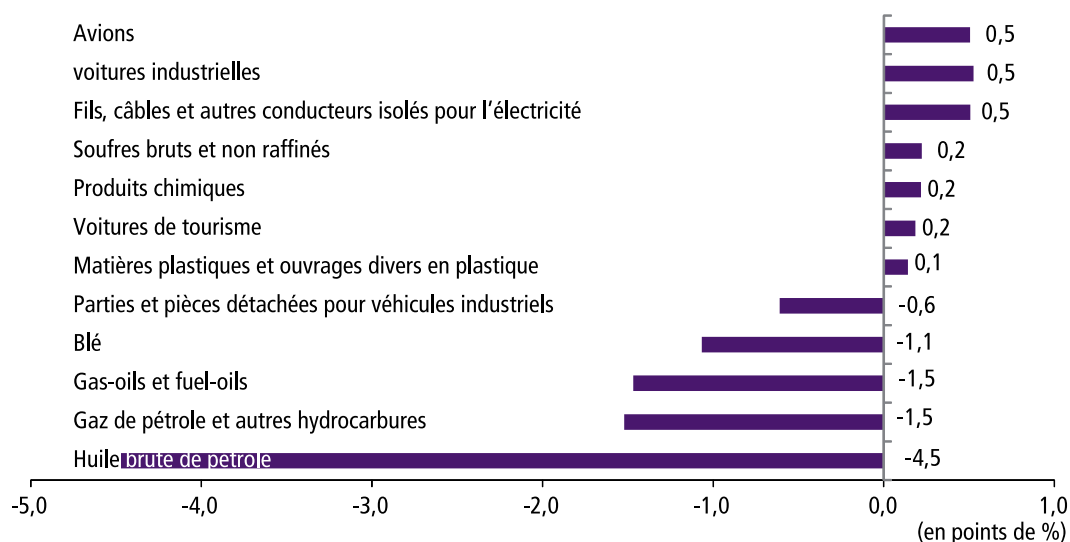
Les achats en produits alimentaires ont également diminué de 14,5% à 35,7 milliards de dirhams, avec un net repli de 32,6% des importations de blé lié à la forte augmentation de la production céréalière nationale.

Quant aux acquisitions de biens de consommation, elles ont légèrement augmenté à 70,3 milliards, avec notamment une progression de 10,1% des achats de voitures de tourisme et pièces y afférentes, ainsi que des baisses de 43% pour les papiers finis et de 12,7% pour les appareils récepteurs.

Les achats de biens d'équipement se sont, en revanche, renforcés de 6,2%, s'établissant à 87,1 milliards de dirhams dont 3,7 milliards d'acquisitions d'avions. Compte non tenu de ces dernières, la hausse ressort à 3,9%, traduisant notamment un accroissement de 29,6% des importations de voitures industrielles et de 30,2% de celles de fils et câbles.

En parallèle, les importations de demi-produits ont progressé de 4,9% à 86,3 milliards, avec des accroissements de 34,4% pour les produits semi-finis en fer ou en acier, de 10,3% pour les produits chimiques et de 4,9% pour les matières plastiques. De même, les acquisitions de produits bruts se sont accrues de 3,2%, reflétant essentiellement une augmentation tant de la quantité que du prix du soufre brut.

Graphique 1.6.3 : Contribution des principaux produits à l'évolution des importations (en points de %)



Source : Office des Changes.

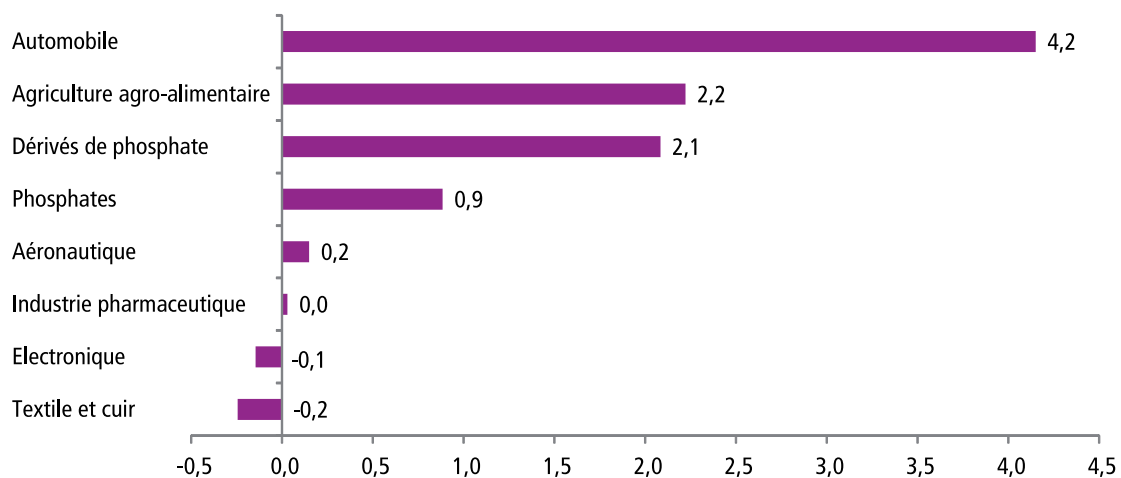
Tableau 1.6.2 : Principaux produits à l'importation

	En millions de dirhams			Variation en %	
	2013	2014	2015	2014-2013	2015-2014
Importations de Biens	383 720	388 080	366 365	1,1	-5,6
Produits alimentaires	35 887	41 749	35 685	16,3	-14,5
Blé	8 221	12 696	8 551	54,4	-32,6
Biens de consommation	65 059	69 037	70 266	6,1	1,8
Voitures de tourisme	9 255	10 077	10 800	8,9	7,2
Produits bruts	17 847	20 038	20 673	12,3	3,2
Soufres bruts	4 152	5 701	6 564	37,3	15,1
Demi produits	80 584	82 219	86 270	2,0	4,9
Matières plastiques	11 309	11 606	12 174	2,6	4,9
Produits chimiques	7 964	8 245	9 097	3,5	10,3
Énergie et lubrifiants	102 266	92 777	66 255	-9,3	-28,6
Huile brute de pétrole	36 459	28 288	10 937	-22,4	-61,3
Gas-oils et fuel-oils	35 630	31 577	25 884	-11,4	-18,0
Gaz de pétrole	19 125	19 215	13 169	0,5	-31,5
Biens d'équipement	82 050	82 001	87 125	-0,1	6,2
Avions	1 089	1 774	3 735	62,9	-
Voitures industrielles	7 927	6 907	8 950	-12,9	29,6

Source : Office des Changes.

En regard, les exportations ont enregistré un accroissement de 7,1% à 215,1 milliards, reflétant notamment la poursuite de la performance du secteur automobile. Après une hausse de 27,2% en 2014, les expéditions de ce dernier ont augmenté de 20,7% à 48,6 milliards de dirhams, portant sa part dans le total des exportations de 20% à 22,7%. Cette évolution résulte d'un accroissement des ventes de 24,8% à 24,6 milliards pour la construction automobile et de 15,4% à 20,1 milliards pour le câblage.

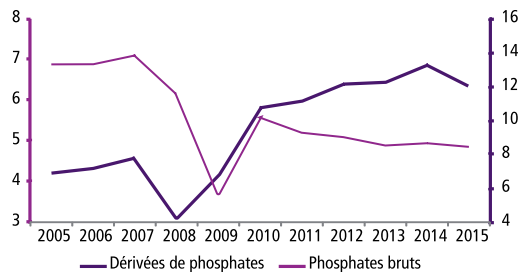
Graphique 1.6.4 : Contributions des principaux secteurs à l'évolution des exportations en 2015 (en points de %)



Source : Office des Changes.

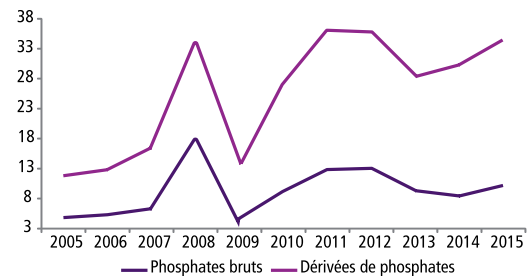
Dans le même sens, les exportations de phosphates et dérivés ont progressé de 15,7% à 44,3 milliards de dirhams, sous l'effet principalement de l'appréciation du dollar, alors que les quantités expédiées ont régressé de 4,6%. Par produit, les exportations ont augmenté de 25,8% pour l'acide phosphorique, de 5,5% pour les engrais naturels et chimiques et de 21,7% pour les phosphates bruts.

Graphique 1.6.5 : Evolution des exportations des phosphates et dérivés en volume (en millions de tonnes)



Source : Office des Changes.

Graphique 1.6.6 : Evolution des exportations des phosphates et dérivés (en milliards de dirhams)



Les expéditions du secteur « Agriculture et Agro-alimentaire¹ » ont également enregistré une hausse de 11,4% à 43,5 milliards de dirhams, traduisant essentiellement celle de 13,9% des ventes de l'industrie alimentaire.

En revanche, après une amélioration de 4,7% en 2014, les ventes du secteur « textile et cuir » ont reculé de 1,5% à 33 milliards de dirhams, résultat d'un repli de 5,6% des ventes d'articles de bonneterie et d'une quasi-stagnation des expéditions de vêtements confectionnés qui représentent les deux tiers des exportations du secteur.

Pour les autres secteurs, les ventes de « l'aéronautique » et de « l'industrie pharmaceutique » ont enregistré des augmentations respectives de 4,3% et de 6,3%, alors que celles de « l'électronique » ont baissé de 3,7%. La valeur totale des expéditions de ces trois secteurs s'est établie à 16 milliards, soit moins de 8% du total des exportations.

¹ Y compris la pêche.

Tableau 1.6.3 : Principaux produits à l'exportation

	Valeurs en millions de dirhams			Variation en %	
	2013	2014	2015	2014-2013	2015-2014
Exportations de biens	185 387	200 808	215 111	8,3	7,1
Automobile	31 660	40 262	48 596	27,2	20,7
Câblage	15 705	17 384	20 061	10,7	15,4
Construction automobile	12 798	19 681	24 559	53,8	24,8
Phosphates et dérivés	37 330	38 277	44 239	2,5	15,7
Agriculture et Agro-alimentaire	36 243	39 029	43 492	7,7	11,4
Industrie alimentaire	20 090	21 951	24 992	9,3	13,9
Textile et Cuir	32 011	33 512	33 023	4,7	-1,5
Vêtements confectionnés	19 046	20 151	20 258	5,8	0,5
Articles de bonneterie	7 269	7 379	7 005	1,5	-5,1
Chaussures	2 806	2 897	2 931	3,2	1,2
Electronique	6 938	7 966	7 675	14,8	-3,7
Composantes électroniques	4 176	4 255	3 991	1,9	-6,2
Aéronautique	7 211	6 979	7 281	-3,2	4,3
Industrie pharmaceutique	1 026	986	1 048	-3,9	6,3

Source : Office des Changes.

Graphique 1.6.7 : Structure des exportations par principaux secteurs (en %)

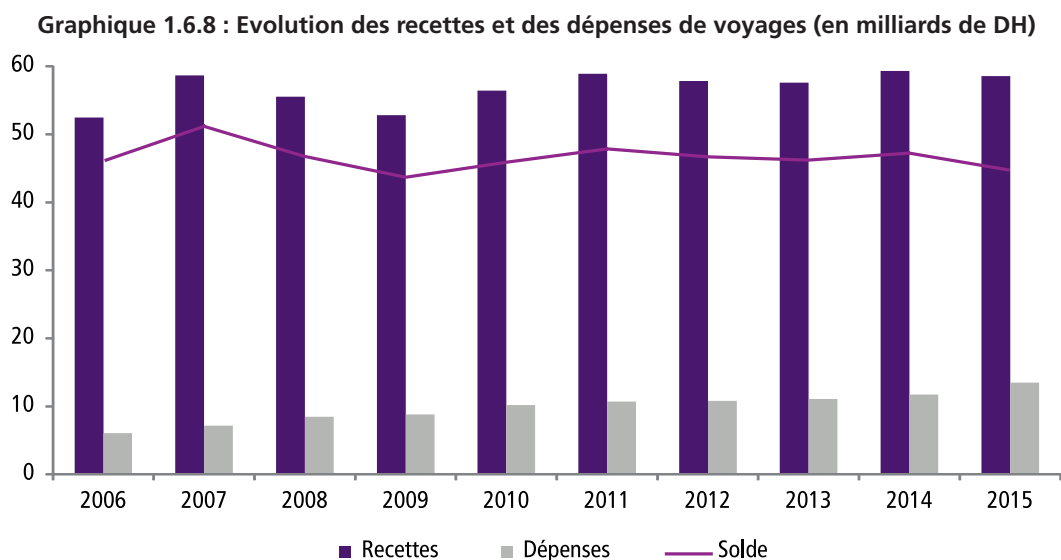


Source : Office des Changes.

1.6.2 Balance des services

Le solde des voyages a connu en 2015 une baisse de 5,5%, résultat d'un repli de 1,2% des recettes à 58,6 milliards de dirhams et d'une augmentation de 16,3% des dépenses à 13,7 milliards. A l'inverse, le solde déficitaire des transports s'est atténué de près de moitié à 2,6 milliards et celui

des « Autres services aux entreprises » est revenu de 2,9 milliards à 277 millions. Les recettes de cette dernière rubrique proviennent à hauteur de 58,3% de l'offshoring dont les rentrées se sont établies à 7,5 milliards, en hausse de 1%. Au total, l'excédent des services est ressorti à 62,1 milliards en amélioration de 4,9%.

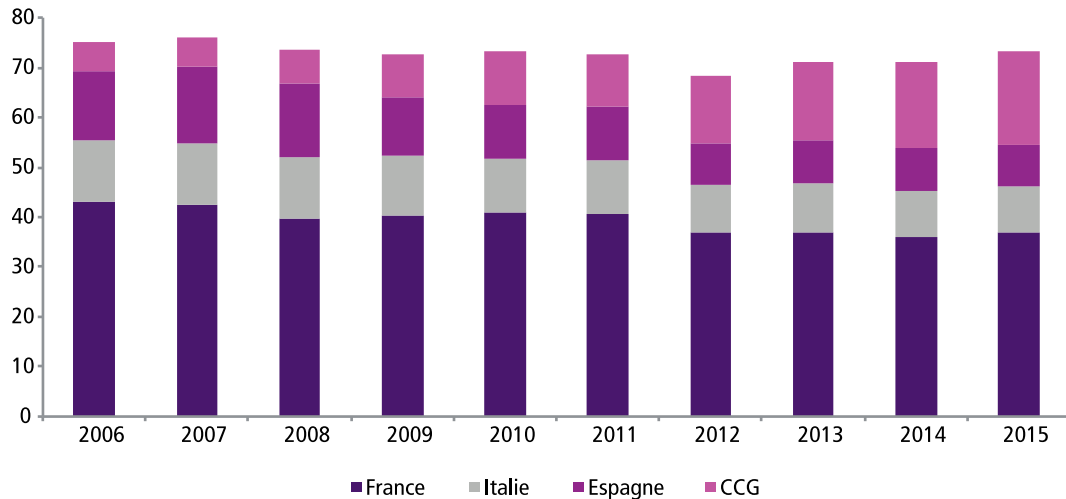


Source : Office des Changes.

1.6.3 Revenus et transferts courants

Le solde déficitaire des revenus s'est atténué de 4 milliards à 18,4 milliards de dirhams, consécutivement à la baisse des sorties au titre des dividendes des investissements directs qui sont revenues de 16,1 milliards à 10,9 milliards de dirhams.

S'agissant des transferts publics, constitués principalement de dons perçus des pays du Golfe, ils ont nettement diminué, revenant de 16,7 milliards à 5,3 milliards de dirhams en 2015. Pour ce qui est des transferts des Marocains résidant à l'étranger, ils ont enregistré une nouvelle hausse de 2,9% à 61,7 milliards, provenant essentiellement de la zone euro. La structure par pays de ces transferts a connu au cours de la dernière décennie un changement important avec notamment une hausse de 5,6% en 2006 à 18,6% en 2015 de la part des pays des CCG et une baisse de celle des émetteurs traditionnels, en particulier la France de 43,1% à 35,9%, l'Espagne de 14% à 8,4% et l'Italie de 12,2% à 9,3%.

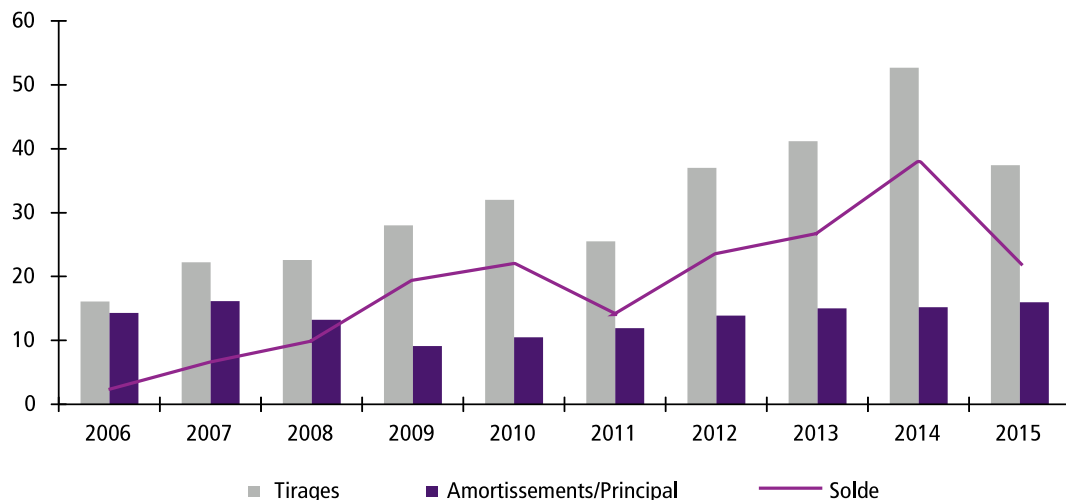
Graphique 1.6.9 : Structure des transferts des MRE par principaux pays émetteurs (en %)

Source : Office des Changes.

1.6.4 Compte financier

En 2015, l'excédent du compte financier hors réserves s'est rétracté de 73,2 milliards à 55,1 milliards de dirhams, résultat principalement d'un repli des prêts et d'une légère hausse des IDE.

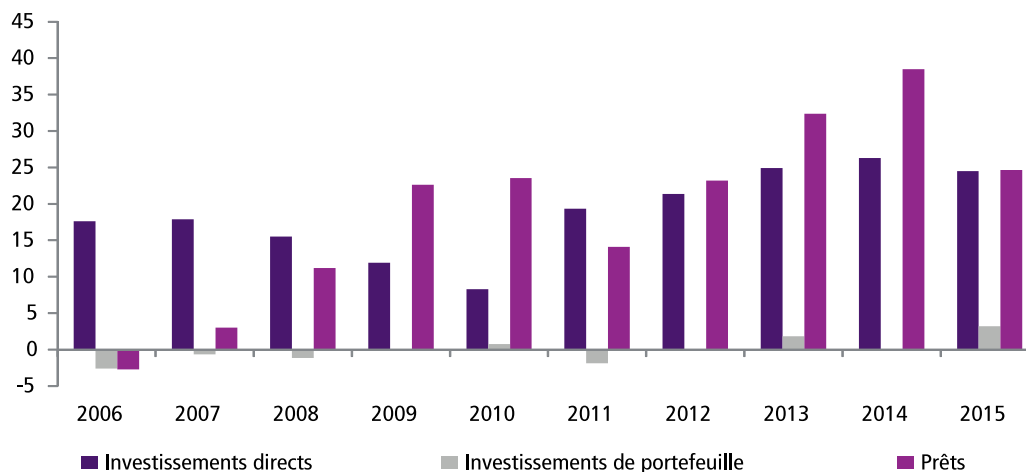
En effet, le solde des prêts publics est revenu de 37,3 milliards à 20,5 milliards de dirhams, reflétant des reculs des flux nets de 8,5 milliards pour le Trésor et de 8,2 milliards pour les entreprises et établissements publics. En revanche, le solde des prêts privés est passé de 1,3 milliard à 4,2 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 5,8 milliards des remboursements et de 2,9 milliards des tirages.

Graphique 1.6.10 : Evolution des flux de l'endettement extérieur public (en milliards de DH)

Source : Ministère de l'Economie et des Finances.

En ce qui concerne les investissements directs étrangers au Maroc, les entrées se sont accrues de 2,5 milliards en 2015 pour s'établir à 39 milliards de dirhams. Les « avances en comptes courants d'associés » et les « prêts entre entreprises apparentées » ont globalement augmenté de 6,2 milliards s'élevant à 13,7 milliards, alors que les prises de participation ont reculé de 16,2% à 21,5 milliards. Compte tenu de cessions d'investissements d'un montant de 8,2 milliards, le flux net d'IDE ressort à 30,9 milliards de dirhams, en progression de 941 millions.

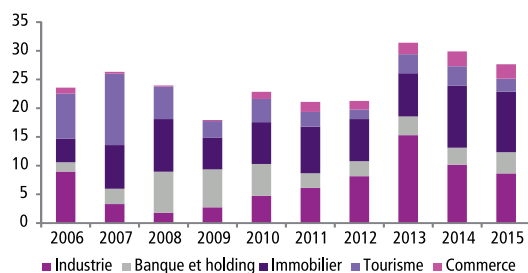
Graphique 1.6.11 : Evolution du solde du compte financier (en milliards de DH)



Source : Office des Changes.

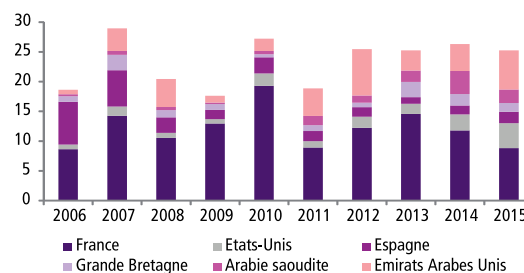
Par pays, les flux entrants d'IDE ont pour provenance essentiellement la France avec une part de 22,6%, les Emirats Arabes Unis avec 16,8% et les Etats-Unis à hauteur 10,7%. Par secteur d'activité, les principaux bénéficiaires sont l'immobilier avec une part de 27%, l'industrie manufacturière avec 21,9% et les activités financières et d'assurance avec 10,2%.

Graphique 1.6.12 : Recettes d'IDE par secteur (en milliards de DH)



Source : Office des Changes.

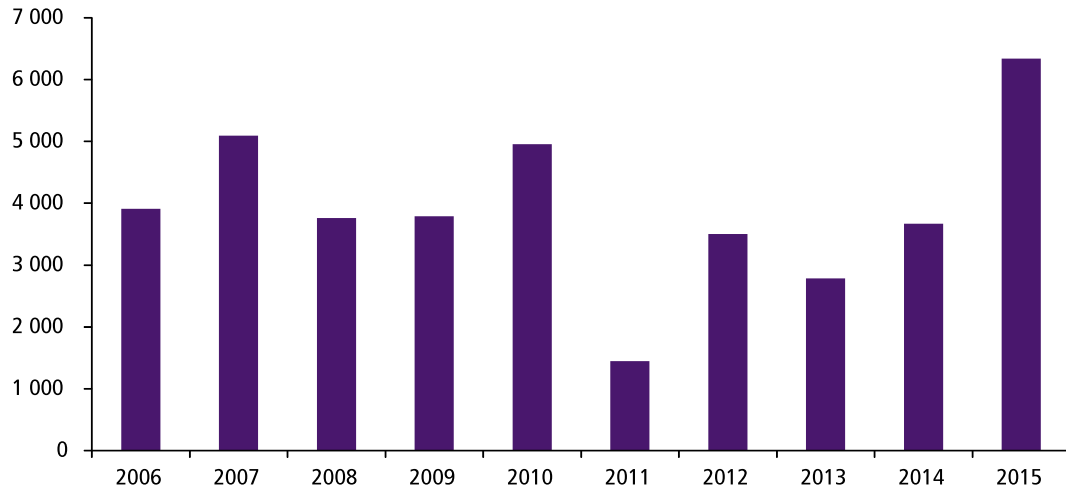
Graphique 1.6.13 : Recettes d'IDE par pays d'origine (en milliards de DH)



Pour leur part, les investissements directs à l'étranger sont passés de 3,4 milliards de dirhams à 7,3 milliards dont près du tiers à destination de l'Afrique subsaharienne et 22,7% de la France. Les

activités bancaires ont représenté 42,4% de ces investissements, les télécommunications 21,2%, l'industrie manufacturière 12% et l'immobilier 10,5%.

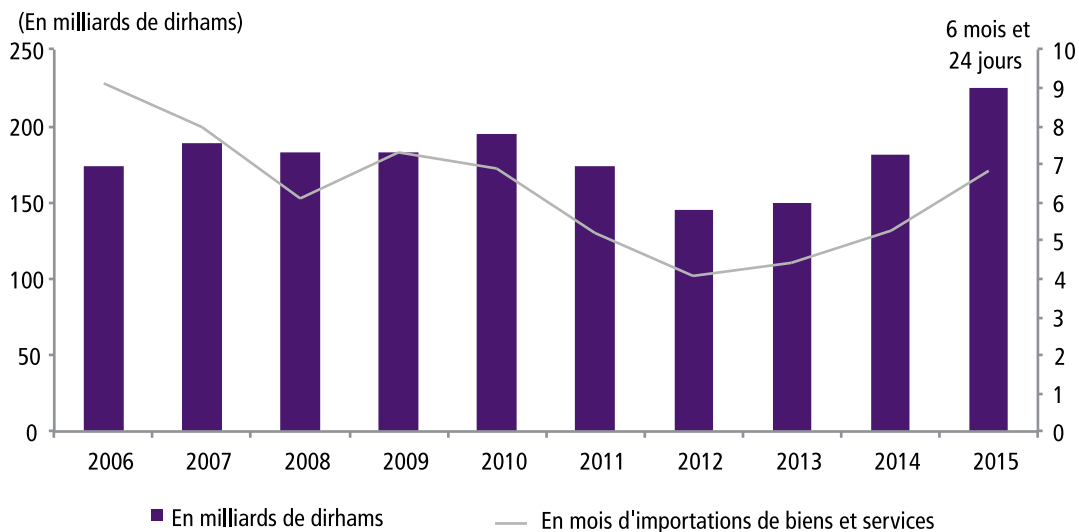
Graphique 1.6.14 : Evolution des investissements directs à l'étranger (en millions de dirhams)



Source : Office des Changes.

L'encours des réserves internationales nettes aura ainsi enregistré une importante hausse de 42,7 milliards de dirhams, atteignant 224,6 milliards, soit l'équivalent de 6 mois et 24 jours d'importations de biens et services contre 5 mois et 9 jours en 2014.

Graphique 1.6.15 : Evolution des réserves internationales nettes



Sources : Office des Changes et calculs de BAM.

1.6.5 Position financière extérieure globale (PFEG)¹

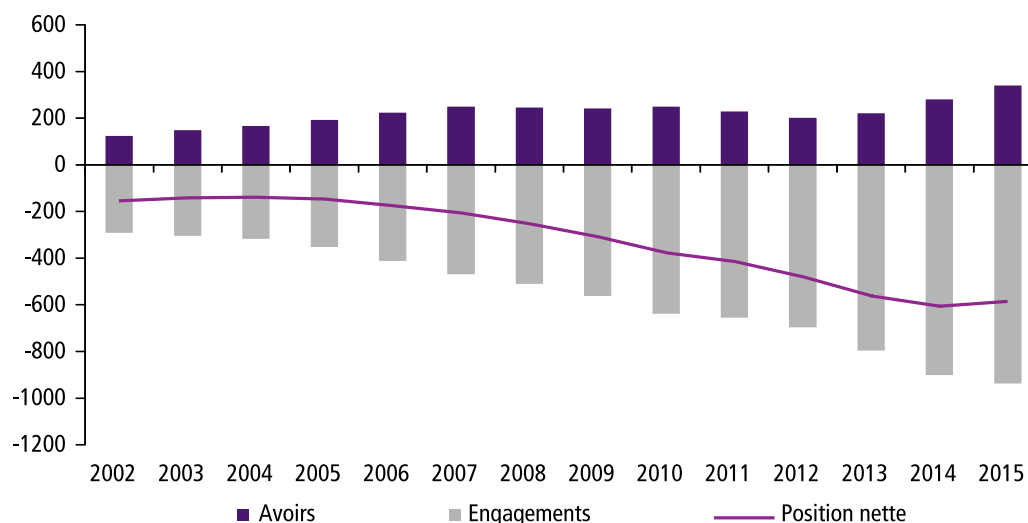
En 2015, la position extérieure nette débitrice a marqué un allégement de 13,4 milliards à 598 milliards de dirhams, le premier depuis 2004. Cette évolution recouvre une amélioration des avoirs de 55,2 milliards à 339,7 milliards de dirhams, plus importante que celle des engagements de 41,8 milliards à 937,6 milliards de dirhams.

Tableau 1.6.4 : Evolution de la PFEG

En milliards de dirhams	2014			2015		
	Actif	Passif	Solde	Actif	Passif	Solde
Investissements directs	37,9	462,9	-425,0	45,1	482,4	-437,2
Investissements de portefeuille	10,9	31,0	-20,1	9,6	28,7	-19,1
Dérivés financiers	0,9	1,2	-0,3	1,1	0,5	0,6
Autres investissements	50,4	400,7	-350,3	56,0	426,1	-370,1
Numéraire et dépôts	24,2	47,5	-23,3	32,3	44,2	-11,8
Prêts	0,3	293,8	-293,5	0,4	322,2	-321,8
Crédits commerciaux et avances	24,9	52,0	-27,1	22,0	52,0	-30,0
Avoirs de réserve	184,5	-	184,5	227,9	-	227,9
Total des actifs/passifs	284,5	895,8	-611,2	339,7	937,6	-597,9

Source : Office des Changes.

Graphique 1.6.16 : Evolution de la position financière extérieure globale (en milliards de DH)



Source : Office des Changes.

L'augmentation de l'encours total des avoirs financiers des résidents est liée principalement à celle de 43,4 milliards de dirhams des avoirs de réserves, ainsi qu'à la hausse de 7,3 milliards des investissements directs des résidents à l'étranger et à celle de 5,6 milliards des « Autres investissements » hors ceux de portefeuille. En revanche, l'encours des investissements de

¹ La position extérieure globale retrace le stock des avoirs et engagements financiers vis-à-vis du reste du monde à une date donnée.

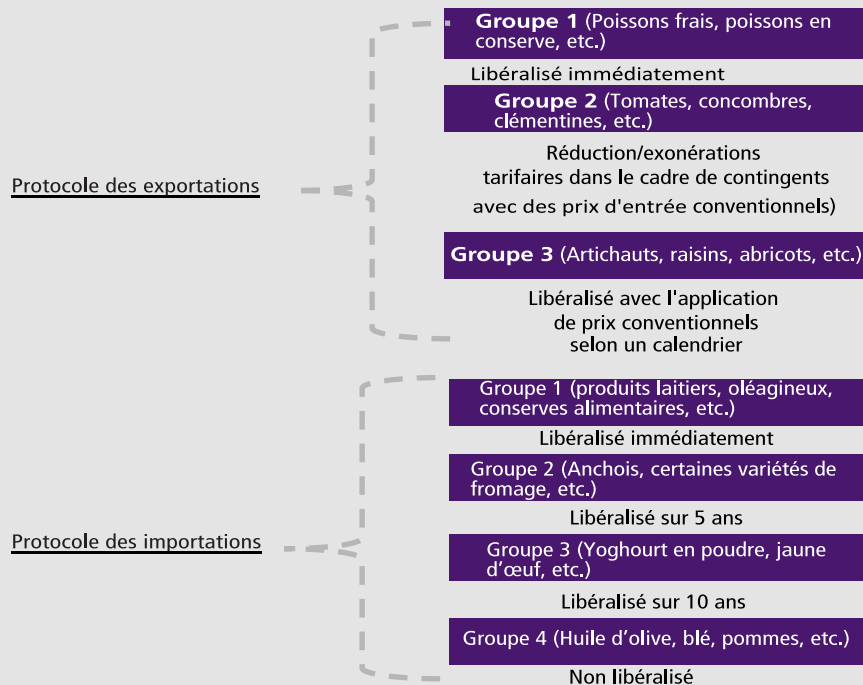
portefeuille a diminué de 1,4 milliard de dirhams, résultat d'une baisse sensible des participations des sociétés non financières résidentes, revenant de 7,5 milliards à 160 millions et d'un accroissement de 4,8 milliards de celles des institutions de dépôt.

Pour leur part, les engagements du Maroc vis-à-vis de l'extérieur, reflètent essentiellement un accroissement de 28,4 milliards de l'encours des emprunts extérieurs et de 19,5 milliards du stock des investissements directs. Pour ce qui est des engagements au titre des investissements de portefeuille, leur encours a diminué de 2,3 milliards à 28,7 milliards de dirhams.

Encadré 1.6.1 : Bilan de l'Accord agricole avec l'Union Européenne

L'Accord agricole entre le Maroc et l'Union européenne signé le 13 décembre 2010 à Bruxelles et entré en vigueur le 1er octobre 2012, prévoit une libéralisation des échanges des produits agricoles, agroalimentaires et halieutiques. Les dispositions relatives à l'agriculture et à la pêche de l'Accord d'association conclu en 2000 ont été remplacées par deux protocoles, le premier à l'export et le second à l'import.

L'Accord prévoit une libéralisation progressive des importations marocaines afin de protéger le tissu agricole et agro-industriel national. En regard, il instaure un système de contingents visant à protéger certaines filières agricoles européennes de la concurrence de celles marocaines.



L'analyse de l'évolution des échanges de produits agricoles indique qu'après une hausse de 5,3% en moyenne entre 2006 et 2011, les exportations vers l'UE ont connu une croissance moyenne quasi-nulle à partir de 2012 avec toutefois d'importantes fluctuations d'une année à l'autre. Par produit, les ventes d'agrumes ont accusé une baisse moyenne de 11,3% contre une hausse de 8,5%, celles de tomates fraîches ont stagné après une hausse de 22% et les expéditions de « crustacés mollusques et coquillage » n'ont augmenté que de 0,8% après 8%.

Quant aux importations, leur rythme a connu une décélération revenant de 20,5% à 9,5%. Toutefois, les achats d'huile de soja ont nettement augmenté après la mise en application de l'Accord et leur part est passée de 7,4% à 48%. En revanche, les achats de blé tributaires des conditions climatiques et exclus des schémas de démantèlement de l'Accord ont vu leur part s'établir à 52,3% après 54,7%.

Dans ces conditions, l'excédent commercial agricole vis-à-vis de l'Union européenne a marqué un recul, revenant de 1,1% du PIB en moyenne entre 2005 et 2011 à 0,7% au cours des années de l'Accord.

Tableau E1.6.1.1 : Evolution des échanges dans le cadre de l'accord agricole avec l'UE

En millions de dirhams	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Exportations	15 724,6	16 337,8	17 723,7	18 686,2	18 451,5	19 143,3	21 336,7	20 912,3	22 325,0	24 722,3	21 049,6
Importations	7 236,3	6 037,5	10 661,4	15 439,5	9 963,2	12 210,9	15 988,6	14 156,1	14 776,2	20 038,2	13 078,1
Solde commercial	8 488,2	10 300,3	7 062,3	3 246,7	8 488,2	6 932,4	5 348,1	6 756,2	7 548,8	4 684,1	7 971,5
Solde en % du PIB	1,6	1,8	1,1	0,5	1,1	0,9	0,7	0,8	0,8	0,5	0,8

1.7 Conditions monétaires

En 2015, les conditions monétaires se sont globalement assouplies. La détente des taux s'est poursuivie sur les différents marchés et le taux de change effectif nominal a enregistré une légère dépréciation.

En outre, la situation de la liquidité bancaire s'est sensiblement améliorée sous l'effet de la poursuite du renforcement des réserves de change, en liaison avec l'allègement du déficit commercial et l'afflux important des investissements directs étrangers.

Malgré ces évolutions favorables, le crédit bancaire a continué de croître à un rythme faible, avec une forte décélération des prêts destinés au secteur non financier. Celle-ci serait liée à la baisse de la demande des entreprises dans un contexte marqué par une atonie des activités non agricoles et un recul des besoins de trésorerie des entreprises importatrices de produits pétroliers.

L'année a également connu une importante accélération de la progression des dépôts à vue alors que celle des placements rémunérés des ménages et des dépôts en devises a sensiblement ralenti. Au total, la croissance de M3 est revenue de 6,2% à 5,7%, tandis que le taux de liquidité de l'économie¹ est passé de 169,5% à 172,4%, reflétant une hausse notable des placements liquides.

Tableau 1.7.1 : Principaux indicateurs monétaires

	2013	2014	2015	Niveau en 2015
Agrégats monétaires (en milliards de DH, fin d'année)	Variations (en %)			
M3	3,1	6,2	5,7	1 148,0
Réserves internationales nettes	3,5	22,4	23,5	224,6
Créances nettes sur l'Administration Centrale	19,0	-3,7	3,0	148,0
Crédit bancaire	3,9	2,2	2,8	785,0
Crédit au secteur non financier	1,7	4,4	0,5	673,7
Taux d'intérêt (en %, moyenne annuelle)	Variations (en pbs)			
Taux interbancaire	-0,13	-0,11	-0,44	2,51
Taux débiteur	0,07	0,23	-0,27	5,73
Indice (base 100 en 2000)	Variations (en %)			
Taux de change effectif nominal	1,7	0,7	-0,1	101,6

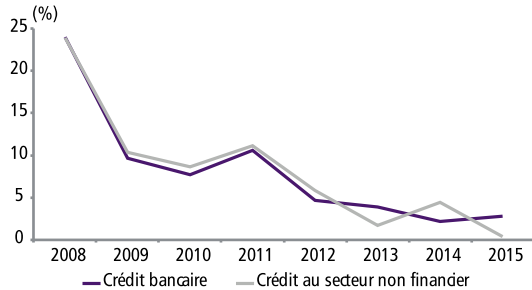
1.7.1 . Crédit au secteur non financier

En 2015, l'accroissement du crédit bancaire est resté limité à 2,8%, résultat d'une part, d'une progression de 19,8% des prêts aux sociétés financières et d'autre part de la légère hausse de 0,5% des concours au secteur non financier. Ces derniers, après avoir enregistré une augmentation de 4,4% en 2014, ont vu leur progression ralentir en liaison avec la contraction des prêts aux entreprises, les prêts aux particuliers ayant par contre maintenu un rythme relativement élevé.

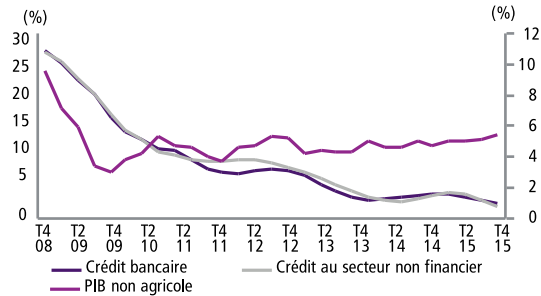
¹ Appréhendé à travers le ratio de M3 et des placements liquides au PIB

Cette évolution serait, selon l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les conditions d'octroi de crédit, le résultat d'un recul de la demande des entreprises alors que du côté de l'offre, les banques auraient globalement assoupli leurs critères, constat corroboré par les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les taux débiteurs qui ont marqué une baisse de 28 points de base en 2015.

Graphique 1.7.1: Evolution du crédit bancaire (glissement annuel en %)



Graphique 1.7.2 : Evolutions du crédit et du PIB non agricole (moyenne mobile sur 4 trimestres)



Après un accroissement de 4,1% en 2014, les crédits aux entreprises ont accusé une diminution de 2,3%, qui a concerné l'ensemble des catégories de crédit. En effet, les facilités de trésorerie, après une hausse de 5% un an auparavant, ont accusé un repli de 5,4%. Dans le même sens, les prêts à l'équipement ont reculé de 2% après une augmentation de 4,7%, recouvrant une accentuation de la baisse de 1,6% à 3,2% pour les sociétés privées et une décélération du rythme de progression de 36,4% à 2,5% pour les entreprises publiques. Pour ce qui est des prêts à la promotion immobilière, leur diminution s'est accentuée de 2,7% à 9,2%.

Tableau 1.7.2 : Evolution du crédit bancaire

	2013	2014	2015	Encours en 2015
	Variation (en %)			
Crédit bancaire	3,9	2,2	2,8	785,0
Crédit au secteur non financier	1,7	4,4	0,5	673,7
Crédit aux entreprises	-2,5	4,1	-2,3	372,4
Facilités de trésorerie	-10,0	5,0	-5,4	149,5
Prêts à l'équipement	-0,5	4,7	-2,0	117,3
Crédits immobiliers	7,8	0,2	-2,2	62,5
dont prêts aux promoteurs immobiliers	2,7	-2,7	-9,2	40,2
Crédit aux ménages	8,7	4,8	3,9	286,3
Prêts à la consommation	1,9	9,2	4,9	46,3
Prêts immobiliers	3,7	3,7	3,1	178,2
Prêts à l'habitat	5,1	6	5,4	159,7
Prêts aux promoteurs immobiliers	-3,2	-11,2	-12,2	17,9
Créances en souffrance	23,8	20,2	9,3	57,4
Taux des créances en souffrance	5,9	6,9	7,3	-

Par branche d'activité, la baisse des crédits aux entreprises reflète notamment des contractions de 5,8% des concours aux « industries manufacturières », de 5,2% de ceux aux « BTP » et de 6 % des prêts au « commerce ». En revanche, après un recul de 1,5% en 2013 et une quasi-stagnation en 2014, les concours aux activités de « transports et communication » ont enregistré une importante hausse de 15,4%. De même, les prêts à la branche « électricité, gaz et eau » se sont accrus de 5,2%, après 31,4% en 2014. Les crédits à l'équipement aux entreprises de cette branche ont connu une dynamique importante ces dernières années, leur encours étant passé de 14,7 milliards de dirhams en 2010 à 33,5 milliards en 2015, soit une progression annuelle moyenne de 23,5%.

En ce qui concerne les prêts aux entreprises privées octroyés par les sociétés financières autres que les banques, ils ont accusé en 2015 une baisse de 1,7% reflétant notamment celle de 11,5% des facilités de trésorerie accordées par les banques off-shore. En revanche, les crédits distribués par les sociétés de financement ont affiché une progression de 1,2% avec en particulier un accroissement de 2,2% pour le crédit-bail.

Tableau 1.7.3 : Evolution du crédit accordé par les autres sociétés financières

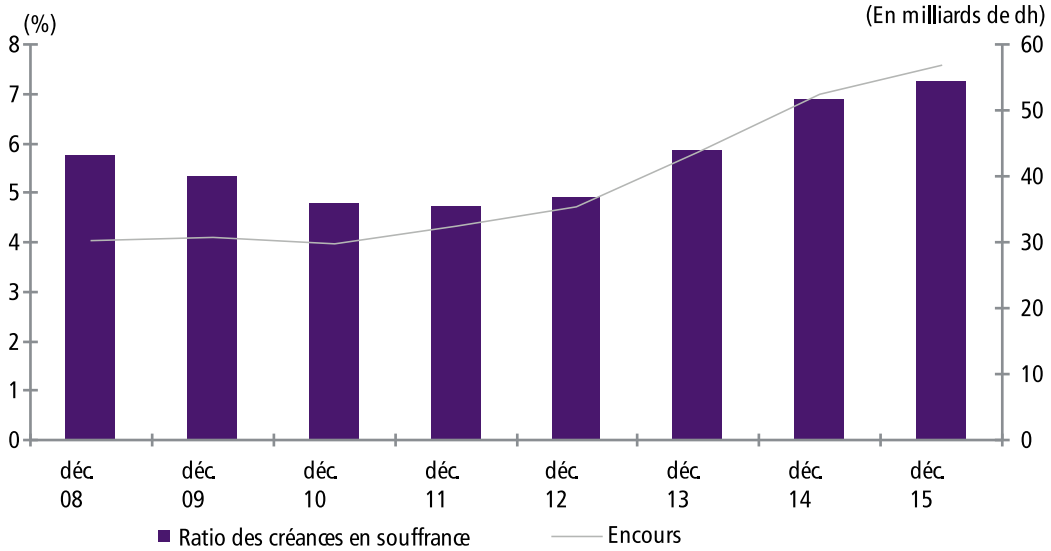
	Variation annuelle (en %)			Encours en 2015 (en milliards de DH)
	2013	2014	2015	
Sociétés de financement	0,3	-1	1,9	98,0
Entreprises privées	0,3	4,3	1,2	51,1
Ménages	0,4	-6,4	2,7	46,9
Banques off-shore	-2,4	-6,5	-13,6	10,7
Associations de micro-crédit	6,0	11,1	8,6	5,9

S'agissant des ménages¹, les prêts bancaires à l'habitat et à la consommation aux particuliers ont maintenu un rythme conséquent avec des augmentations respectives de 5,4% et 4,9%, alors que les concours immobiliers aux entrepreneurs individuels ont enregistré une nouvelle contraction avec un taux de 12,2%. En parallèle, les prêts accordés par les sociétés de financement se sont accrus de 2,7% à 46,9 milliards et ceux octroyés par les associations de microcrédit ont enregistré une hausse de 8,6% à 5,9 milliards.

La persistance des difficultés au niveau de certaines branches d'activité économique s'est traduite par une hausse de 14,6% des créances en souffrance des entreprises privées, alors que pour les ménages l'augmentation s'est limitée à 2,8%. Globalement, la progression des créances en souffrance ressort à 9,3% et leur ratio au crédit bancaire est passé de 6,9% à 7,3%.

¹ Particuliers, MRE, et entrepreneurs individuels.

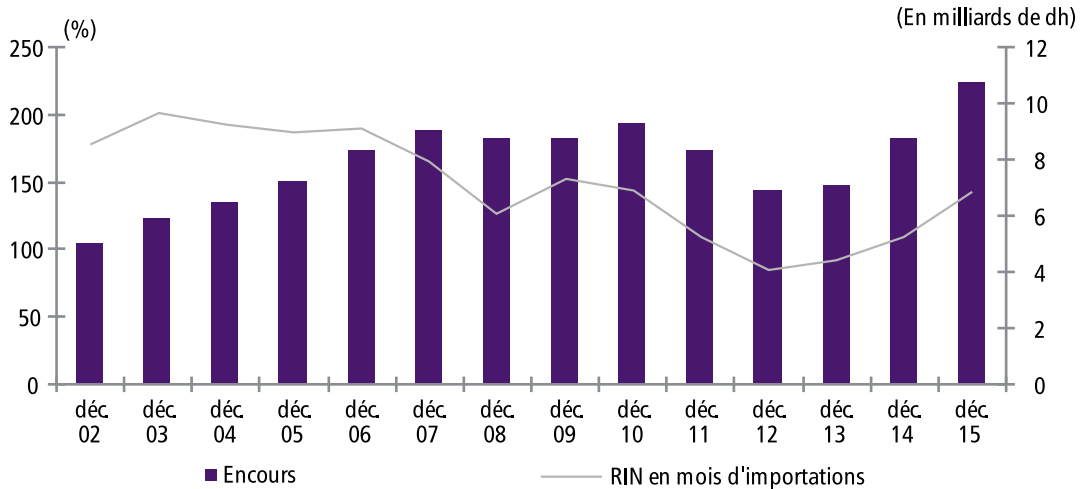
Graphique 1.7.3 : Evolution des créances en souffrance



1.7.2. Autres sources de création monétaire

En 2015, les réserves internationales nettes (RIN) se sont davantage renforcées, s'établissant à 224,6 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 6 mois et 24 jours d'importations de biens et services après 5 mois et 9 jours une année auparavant. Cette évolution résulte principalement de la poursuite de l'allègement du déficit commercial et de l'afflux important des investissements directs étrangers.

Graphique 1.7.4 : Evolution annuelle des réserves internationales nettes



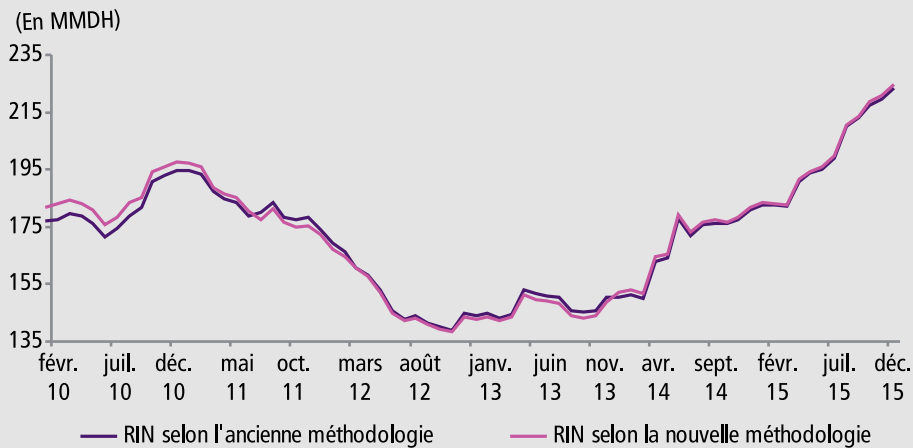
Encadré 1.7.1 : Affinement de la méthodologie de calcul des Réserves Internationales Nettes

Bank Al-Maghrib a procédé en 2015 à l'affinement de la méthodologie de calcul des Réserves Internationales Nettes afin de l'aligner davantage encore sur les standards internationaux. Ces réserves, définies par le Manuel de la Balance des Paiements comme étant l'ensemble des avoirs extérieurs à la disposition immédiate et sous le contrôle des autorités monétaires, ont fait l'objet d'ajustements portant notamment sur :

- la généralisation de la réévaluation au prix de marché à l'ensemble des titres détenus par la Banque ;
- l'exclusion des avoirs en devises non convertibles ;
- l'exclusion des titres non classés dans la catégorie investissement par les agences de notation¹.

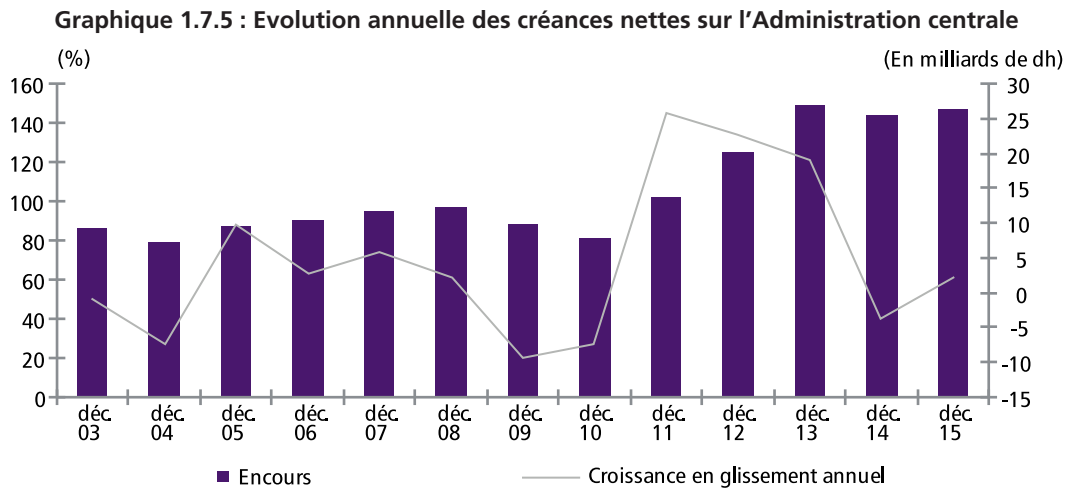
L'impact de ces ajustements sur l'encours des RIN a été faible, ne dépassant pas 1,3 milliard de dirhams ou 0,8% en moyenne mensuelle en 2014 et 0,8 milliard ou 0,4% en 2015. L'effet de l'exclusion des avoirs en devises non convertibles et des titres non classés dans la catégorie investissement a été plus que compensé par la hausse engendrée par la réévaluation des actifs extérieurs au prix de marché.

Graphique E1.7.1.1 : Impact de l'affinement des RIN



¹ En deçà de Baa / Moody's ou BBB-/ Standard& Poors et Fitch.

En ce qui concerne les créances nettes sur l'administration centrale, après un repli de 3,7% en 2014, elles ont enregistré une augmentation de 3%. Les détentions des OPCVM monétaires en bons du Trésor ont atteint 21,3 milliards de dirhams au lieu de 12,3 milliards et celles des banques ont connu une légère hausse de 0,7% à 116,3 milliards. Du côté des engagements, ils se sont accrus à 16,2 milliards après 13,1 milliards, traduisant notamment une hausse des placements du Trésor sur le marché monétaire.



1.7.3 Composantes de M3

L'analyse de l'évolution des composantes de M3 fait ressortir une accélération de 4,4% à 7% de la progression des dépôts à vue et de 4,7% à 7,4% de celle de la monnaie fiduciaire. De même, le rythme des dépôts à terme s'est accéléré de 4,4% à 7,4% et celui des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 0,4% à 1,5%.

Parallèlement, après une hausse de 51,5% en 2014 en relation avec l'opération d'amnistie au titre des avoirs et liquidités détenus à l'étranger, les dépôts en devises se sont accrus de 12,3% à 39,3 milliards de dirhams. Pour leur part, les placements à vue ont augmenté de 6,4% après 8,1% dans un contexte de baisse importante de leur rémunération.

Tableau 1.7.4 : Evolution des composantes de M3

	Monnaie fiduciaire	Monnaie scripturale	Placements à vue	Autres actifs monétaires	M3
Encours à fin décembre (en milliards de dirhams)					
2012	163,6	448,5	111,4	268,7	992,2
2013	171,4	457,6	120,3	273,6	1 022,8
2014	179,4	481,2	130,0	295,6	1 086,2
2015	192,6	514,3	138,4	302,7	1 148,0
Parts dans M3 (en %)					
2012	16,5	45,2	11,2	27,1	100,0
2013	16,8	44,7	11,8	26,7	100,0
2014	16,5	44,3	12,0	27,2	100,0
2015	16,8	44,8	12,1	26,4	100,0
Variations en glissement annuel (en %)					
2012	3,4	4,7	8,2	3,5	4,5
2013	4,7	2,0	8,1	1,8	3,1
2014	4,7	5,2	8,1	8,1	6,2
2015	7,4	6,9	6,4	2,4	5,7

Par secteur institutionnel, la progression des actifs monétaires des ménages s'est quasiment stabilisée à 5,9%, recouvrant une accélération à 6,7% du rythme des dépôts à vue et une décélération à 4,5% pour les dépôts à terme et à 6,4% pour les comptes sur carnet. Pour ce qui est des actifs des entreprises privées, ils ont enregistré un important accroissement de 8,4%, avec des hausses de 18,7% des dépôts à terme et de 4,7% de ceux à vue.

1.7.4 Agrégats de placements liquides

Les agrégats de placements liquides¹ ont maintenu un rythme élevé en 2015, quoiqu'en légère décélération, leur encours s'étant accru de 13,7% à 545,2 milliards. Les bons du Trésor, qui en représentent 61,4%, ont augmenté de 13% et les titres d'OPCVM obligataires de 17,8%, tandis que les fonds actions et diversifiés ont enregistré une hausse limitée de 1,3%.

Tableau 1.7.5 : Agrégats de placements liquides

	Fin 2014		Fin 2015	
	Encours*	Variation en %	Encours*	Variation en %
Agrégat PL1	305,0	12,3	344,6	13,0
Bons du Trésor	296,1	11,0	334,6	13,0
Bons de sociétés de financement	5,2	111,5	7,0	35,6
Billets de trésorerie	2,8	66,8	1,2	-58,3
Titres émis par les OPCVM contractuels	1,0	28,7	1,8	82,6
Agrégat PL2	144,5	31,2	170,3	17,8
Titres émis par les OPCVM obligataires	144,5	31,2	170,3	17,8
Agrégat PL3	30,0	13,1	30,3	1,3
Titres émis par les OPCVM actions et les OPCVM diversifiés	30,0	13,1	30,3	1,3
Total PL	479,4	17,5	545,2	13,7

* En milliards de dirhams

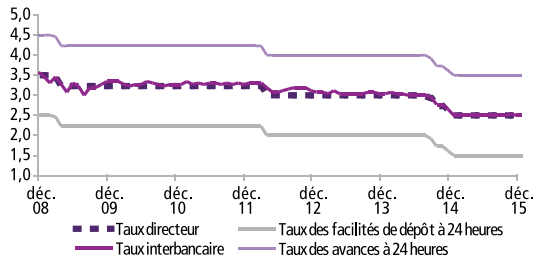
1.7.5 Taux d'intérêt

Sous l'effet des réductions du taux directeur en septembre et décembre 2014, la détente des taux d'intérêt s'est poursuivie en 2015 sur les différents marchés, favorisée par l'orientation de la politique budgétaire et l'amélioration de la liquidité de l'économie.

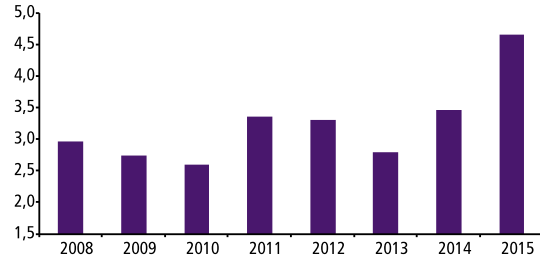
Sur le marché interbancaire, le taux moyen pondéré est revenu de 2,95% en moyenne à 2,51%, tout en demeurant aligné sur le taux directeur. Cette diminution s'est accompagnée d'une augmentation du volume des échanges, qui s'est élevé à 4,7 milliards de dirhams en moyenne quotidienne, après 3,5 milliards une année auparavant. En outre, le Trésor a effectué plusieurs opérations de pension livrée sur le marché monétaire, l'encours moyen de ses placements s'étant chiffré à 5,1 milliards de dirhams contre 13 milliards un an auparavant.

¹ Ils incluent les actifs financiers détenus par les agents autres que les institutions de dépôt. Ces actifs représentent une réserve de pouvoir d'achat mais ne sont pas suffisamment liquides pour être inclus dans l'agrégat M3.

Graphique 1.7.6 : Evolution du taux moyen pondéré sur le marché interbancaire (en %)

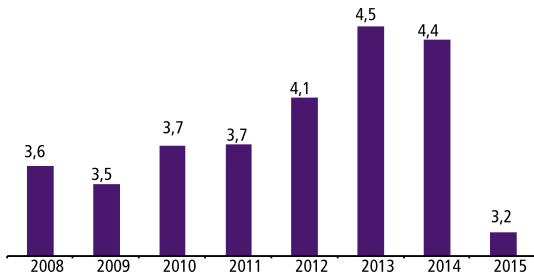


Graphique 1.7.7 : Evolution du volume des échanges sur le marché interbancaire (en milliards de dhs)

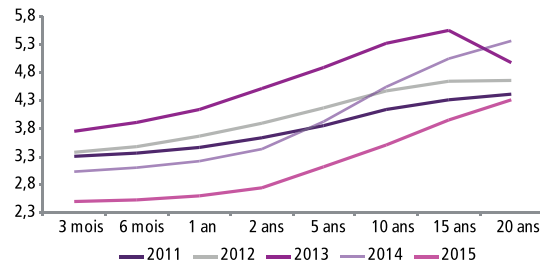


Sur le marché de la dette souveraine, les taux des émissions du Trésor ont de nouveau diminué en 2015, avec des baisses allant de 50 points de base pour la maturité de 13 semaines à 115 points pour celle de 20 ans. Le coût moyen pondéré des émissions sur le marché primaire a ainsi reculé de 4,4% à 3,2%, une évolution qui s’explique également par la diminution de la maturité moyenne, revenue de 9 ans et 8 mois à 6 ans et 6 mois. Sur le marché secondaire, la même tendance a été observée, avec en particulier des replis de 105 points de base pour les bons à 10 ans, de 80 points pour ceux à 5 ans et de 62 points pour les maturités de 52 semaines.

Graphique 1.7.8 : Evolution du coût moyen pondéré sur le marché primaire (en %)



Graphique 1.7.9 : Courbe des taux sur le marché secondaire (en %)



La détente des taux souverains a contribué à la baisse des taux sur le marché de la dette privée. En particulier, les taux moyens des billets de trésorerie se sont repliés de 102 points de base pour les maturités inférieures à 1 mois et de 46 points pour celles entre 1 et 3 mois. De même, les taux moyens des certificats de dépôt ont accusé des diminutions de 61 points de base pour les maturités entre 1 et 3 mois et de 79 points pour celles entre 3 et 6 mois.

En ce qui concerne la rémunération des dépôts, le taux minimum appliqué aux comptes sur carnet, indexé sur le taux des bons du Trésor à 52 semaines, a diminué de 104 points de base, se situant ainsi à 2,28%. Pour les dépôts à terme, la baisse a été moins prononcée, les taux ayant reculé de 9 points de base à 3,70% en moyenne.

Tableau 1.7.6 : Taux sur les dépôts à terme et des comptes sur carnet (en %)

	2012	2013	2014	2015
Dépôts à 6 mois	3,49	3,56	3,65	3,57
Dépôts à 12 mois	3,83	3,91	3,89	3,80
Dépôts à 6 et 12 mois	3,70	3,79	3,79	3,70
Comptes sur carnet auprès des banques	3,00	3,51	3,32	2,28

Pour ce qui est des taux débiteurs, le mouvement baissier observé depuis 2011 s'est poursuivi en 2015, avec un recul plus marqué de 28 points de base à 5,73% en moyenne. Cette nouvelle diminution a particulièrement bénéficié aux entreprises, les taux ayant reculé de 68 points pour les prêts à l'équipement et de 27 points pour les facilités de trésorerie. Pour ce qui est des particuliers, les taux ont baissé de 14 points de base à 6,17%, traduisant des replis de 17 points pour les prêts à l'habitat et de 16 points pour les crédits à la consommation.

Tableau 1.7.7 : Evolution des taux débiteurs (en %)

	2012	2013	2014	T1	T2	T3	T4	2015*
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	6,30	6,20	5,97	5,77	5,95	5,65	5,48	5,71
Crédits à l'équipement	6,00	5,93	5,74	5,11	5,04	5,35	4,76	5,07
Crédits immobiliers	6,11	6,12	5,99	5,98	5,92	5,68	5,76	5,84
Crédits à la consommation	7,34	7,38	7,33	7,27	7,18	7,08	7,12	7,16
Total crédit bancaire	6,30	6,23	6,00	5,81	5,93	5,67	5,49	5,73

*Moyennes arithmétiques

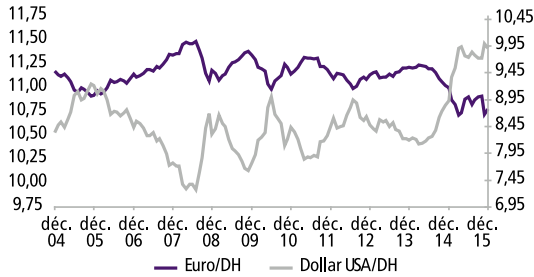
Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des banques.

1.7.6 Marché des changes

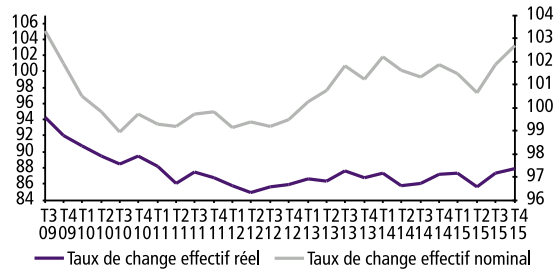
Reflétant la dépréciation de l'euro par rapport au dollar et l'effet de l'ajustement du panier de cotation opéré en avril 2015, le dirham s'est apprécié de 3% face à l'euro et s'est déprécié de 13,9% à l'égard du dollar. Par rapport aux devises des autres principaux pays partenaires et concurrents, la monnaie nationale s'est, en particulier, dépréciée de 7,3% vis-à-vis de la livre sterling, de 1,3% par rapport au yuan chinois et de 24,3% contre la livre turque.

Dans ce contexte, le taux de change effectif du dirham s'est légèrement déprécié de 0,1% en termes nominaux, alors qu'en termes réels il s'est apprécié de 0,5% reflétant une inflation au Maroc globalement supérieure à celle des principaux pays partenaires et concurrents.

Graphique 1.7.10 : Cours de change virement (moyenne mensuelle)

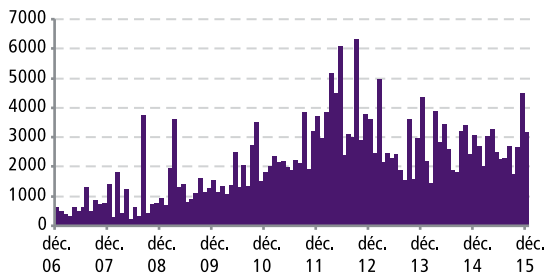


Graphique 1.7.11 : Taux de change effectifs nominal et réel du dirham (base 100 en 2000)

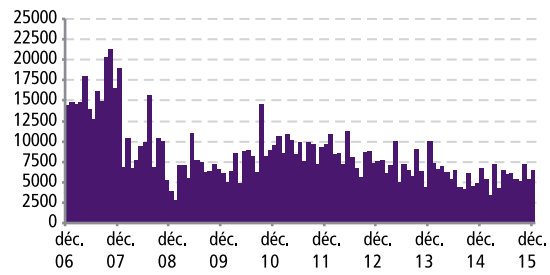


Pour ce qui est des transactions, le volume mensuel moyen des opérations à terme des banques avec la clientèle s’est quasiment stabilisé à 8,4 milliards de dirhams, avec un léger recul de 1,3% des achats à 5,7 milliards et une hausse de 1,9% des ventes à 2,7 milliards.

Graphique 1.7.12 : Evolution des ventes à terme de devises (en millions de dhs)

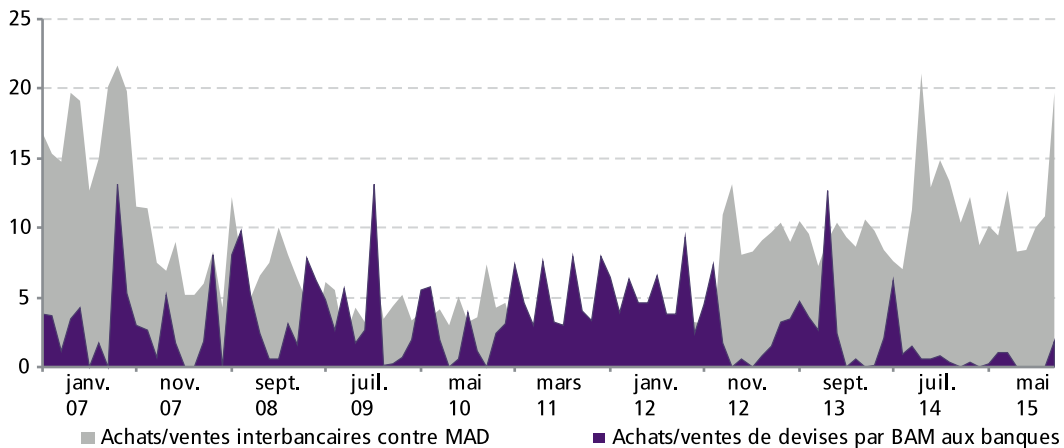


Graphique 1.7.13 : Evolution des achats à terme de devises (en millions de dhs)



En parallèle, le montant des transactions avec les correspondants étrangers s’est notablement renforcé, passant d’une moyenne mensuelle de 38,4 milliards de dirhams à 104,7 milliards. Dans le même sens, les placements des banques en devises à l’étranger ont enregistré une hausse de 27,3% pour s’établir à 8,9 milliards de dirhams.

Graphique 1.7.14 : Transactions au comptant sur le marché des changes (en milliards de dhs)



Sur le compartiment interbancaire, le montant des échanges devises contre dirhams s'est établi à 11,2 milliards en moyenne mensuelle, en légère augmentation de 1,7% et celui des opérations de prêts et emprunts en devises a affiché une hausse de 6%, atteignant 37,4 milliards en moyenne. Pour ce qui est des opérations avec Bank Al-Maghrib, les cessions nettes des banques de devises contre dirhams se sont établies en moyenne mensuelle à 2,1 milliards de dirhams au lieu de 1,5 milliard en 2014 et celles de devises contre devises à 750 millions de dirhams après 2,1 milliards.

**Tableau 1.7.8 : Principales opérations sur le marché des changes
(moyenne mensuelle en milliards de DH)**

	2012	2013	2014	2015	Variation en %
					2015/2014
Achats/ventes interbancaires devises contre MAD	2,2	9,6	11,0	11,2	1,7
Achats/Ventes de devises contre devises avec les correspondants étrangers	58,3	77,2	38,2	104,7	172,8

Encadré 1.7.2 : Evolution du régime de change du Maroc

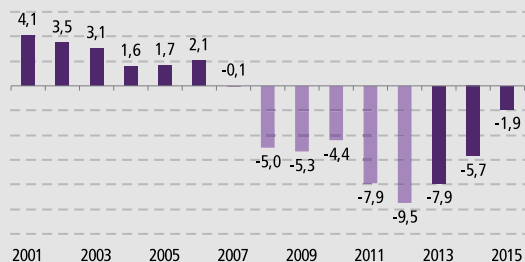
Depuis 1959, date de création de la « Banque du Maroc » et d'émission du dirham, la valeur externe de la monnaie nationale était arrimée sur le franc français en raison de la prédominance des échanges avec la France. A partir de 1973, et dans un contexte marqué par des changements importants au niveau du système monétaire international¹, le Maroc a opté pour un régime d'ancrage à un panier composé des devises de ses principaux pays partenaires.

Au cours des années 80, avec la mise en place du programme d'ajustement structurel, le dirham a été dévalué à plusieurs reprises pour corriger l'appréciation qu'il avait enregistrée durant la décennie antérieure, en lien avec la flambée des prix des matières premières, notamment le phosphate, et l'orientation expansionniste de la politique budgétaire.

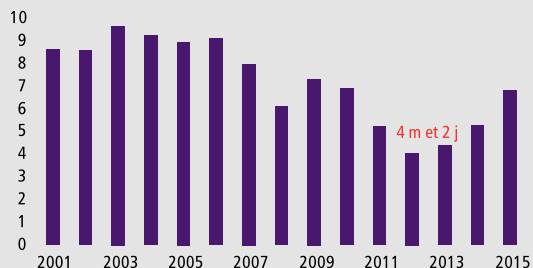
Par la suite, les autorités monétaires ont décidé plusieurs remaniements du panier de cotation du dirham en vue de l'adapter à la structure des règlements extérieurs. Ainsi en 1990, elles ont procédé à un renforcement de la part des monnaies européennes dans le panier de référence, tout en opérant une dévaluation de 9,25%. En 2001, un nouveau réaménagement du panier, limitant sa composition à l'euro et au dollar américain, a été effectué se traduisant par une baisse de la valeur du dirham de 5%. Plus récemment, en date du 13 avril 2015, les pondérations du panier ont été révisées de 80% à 60% pour l'euro et de 20% à 40% pour le dollar.

S'il reste indéniable que le régime de change actuel a contribué à assurer une certaine stabilité de l'économie nationale, il n'en demeure pas moins que les effets de la dernière crise financière internationale ont mis en exergue certaines limites de ce régime. En effet, le déficit du compte courant s'est progressivement creusé pour atteindre 9,5% du PIB en 2012 et le niveau des réserves de change est revenu à l'équivalent de 4 mois d'importations de biens et services.

Graphique E1.7.2.1 : Evolution du solde courant (en % du PIB)



Graphique E1.7.2.2 : Evolution des RIN (en mois d'importations de biens et services)



Ces évolutions militent en faveur de la transition vers davantage de flexibilité du régime de change, en particulier dans le contexte actuel marqué par l'amélioration graduelle des équilibres macroéconomiques. Cette transition, qui s'inscrirait dans la politique d'ouverture du pays, renforcerait la capacité d'absorption des chocs externes et la compétitivité de l'économie nationale.

¹ Abandon des accords de Bretton Woods et suspension de la convertibilité en or du dollar en 1971, instauration en 1973 du système des changes flottants par le groupe : CEE (Communauté Economique Européenne), Suède, Etats-Unis, Canada et Japon.

1.8 Marchés des actifs

Dans un contexte d'amélioration de la situation budgétaire et de la liquidité de l'économie, le marché de la dette a été marqué en 2015 par la poursuite de la détente des taux sous l'effet des réductions du taux directeur opérées en 2014. Les émissions du Trésor ont enregistré une hausse importante, impliquant un recours faible au financement extérieur. En revanche, les levées sur le marché de la dette privée ont accusé une forte baisse, traduisant principalement la contraction de celles des banques, en relation avec l'amélioration de leur trésorerie.

En dépit du recul des taux, l'activité sur le marché boursier est restée morose. Le niveau de la liquidité est demeuré faible et l'indice de référence, le MASI, a enregistré une contre-performance de 7,2%, impacté par le recul des résultats des sociétés cotées.

Sur le marché immobilier, les prix ont enregistré une légère augmentation de 0,6% après une baisse de 0,4% et les transactions ont reculé de 2,7%, après un rebond de 15,9% en 2014. L'évolution par ville, fait ressortir notamment une importante baisse des prix à Marrakech et un repli des transactions dans la majorité des grandes villes.

Tableau 1.8.1 : Evolution des indicateurs clés des marchés des actifs

	2012	2013	2014	2015
Marché boursier				
MASI (variation en %)	-15,1	-2,6	5,6	-7,2
Ratio de liquidité (marché central, en %)	6,7	5,9	5,7	6,7
Capitalisation en % du PIB	53	50	52	46
Marché de la dette (variation en %)				
Encours des bons du Trésor	13,5	15,8	3,2	10,3
Encours de la dette privée	11,8	-2,0	1,8	-5,7
Marché des OPCVMs (variation en %)				
Actif net des OPCVMs	5,4	1,5	22,4	9,9
Marché immobilier (variation en %)				
IPAI	2,2	1,7	-0,4	0,6
Nombre des transactions	-11,3	-6,2	15,9	-2,7

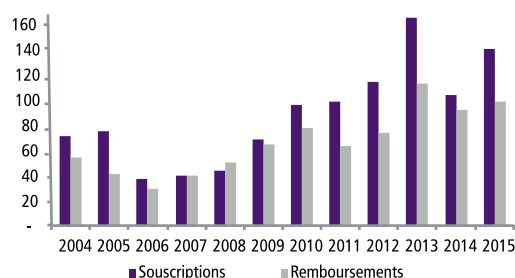
1.8.1 Titres de dette

Bons du Trésor

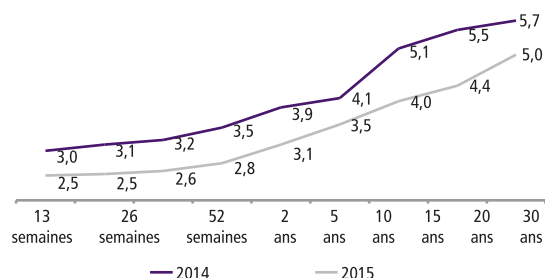
Malgré une hausse relativement faible de ses besoins en financement, le Trésor a vu ses émissions sur le marché intérieur enregistrer une hausse sensible de 34,8% à 148,6 milliards, couplée cependant à un moindre recours aux ressources extérieures. Les levées ont porté principalement sur les maturités moyennes qui ont représenté 51% du total des émissions contre 33% en 2014, la part des bons à long terme étant revenue de 55% à 25% et celle des titres à court terme de

13% à 25%. Elles ont été effectuées dans des conditions favorables, avec notamment des baisses de taux de 63 points de base pour la maturité de 52 semaines, de 73 points pour celle à 2 ans et de 78 points pour les bons à 5 ans. Tenant compte d'un montant de remboursements de 104,6 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est accru de 10,3% à 470,1 milliards.

Graphique 1.8.1 : Evolution des souscriptions et des remboursements de bons du Trésor (en milliards de dirhams)



Graphique 1.8.2 : Evolution des taux moyens des bons du Trésor sur le marché primaire par maturité (en %)



Par ailleurs, dans l'objectif d'améliorer le profil de la dette intérieure et de lisser les remboursements, le Trésor a procédé à des échanges de titres pour un montant de 22,7 milliards de dirhams, dans un contexte marqué globalement par la poursuite de la détente des taux sous l'effet des réductions du taux directeur opérées en 2014.

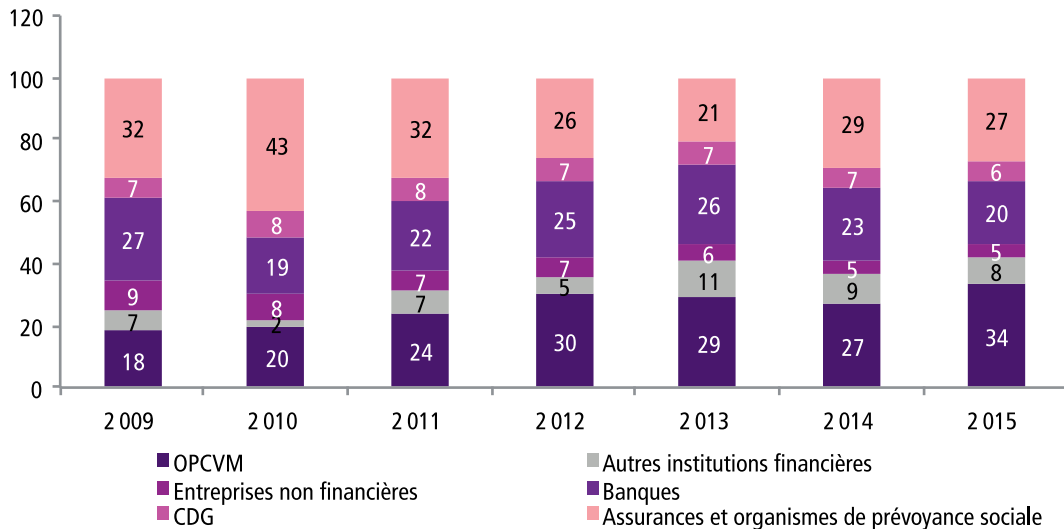
Dans ces conditions, la part des maturités longues dans l'encours des bons du Trésor est passée de 58% en 2014 à 55% en 2015, celle des maturités moyennes s'est stabilisée à 39% et celle des titres à court terme a augmenté de 3% à 6%.

Tableau 1.8.2 : Encours et structure des bons du Trésor (en milliards de dirhams)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014		2015	
						Montant	Structure en %	Montant	Structure en %
Encours	257,9	277,4	314,2	356,7	412,97	426,1	100	470,1	100
Court terme	59,0	33,8	16,4	15,7	33,9	14,9	3,5	27,5	5,8
Moyen terme	43,8	81,9	122,4	156,8	177,6	165,0	38,7	182,7	38,9
Long terme	155,1	161,6	175,5	184,3	201,6	246,2	57,8	259,9	55,3
Souscriptions	72,9	101,1	103,5	120,3	175,2	110,2	100	148,6	100
Court terme	49,9	42,3	25,4	42,1	83,9	14,0	12,7	36,6	24,6
Moyen terme	23,0	47,2	60,3	57,0	66,7	36,1	32,8	75,1	50,5
Long terme	0,0	11,7	17,8	21,2	24,7	60,1	54,5	36,9	24,8
Remboursements	67,7	81,6	67,1	77,8	118,9	97,1	100	104,6	100
Court terme	25,9	67,4	43,3	42,7	65,7	32,9	33,9	23,9	22,9
Moyen terme	29,8	6,6	19,8	22,6	45,9	48,6	50,1	57,4	55,0
Long terme	12,0	7,6	3,9	12,4	7,4	15,5	16,0	23,1	22,1

La ventilation de l'encours des bons du Trésor par détenteur fait ressortir une hausse notable de la part des OPCVM qui est passée de 27% à 34%. En revanche, les détentions des assurances et organismes de prévoyance sociale ont représenté 27% au lieu de 29% et celles des banques 20% contre 23% un an auparavant.

Graphique 1.8.3 : Structure de l'encours des bons du Trésor par détenteur (en %)



Titres de dette privée

Après avoir atteint un record de 83 milliards en 2014, les émissions de titres privés ont accusé une baisse de 31,5% à 56,8 milliards. Cette évolution résulte essentiellement de la contraction des émissions des banques en certificats de dépôts, en relation avec l'amélioration de leur trésorerie.

Tableau 1.8.3 : Evolution des émissions de la dette privée (en millions de dirhams)

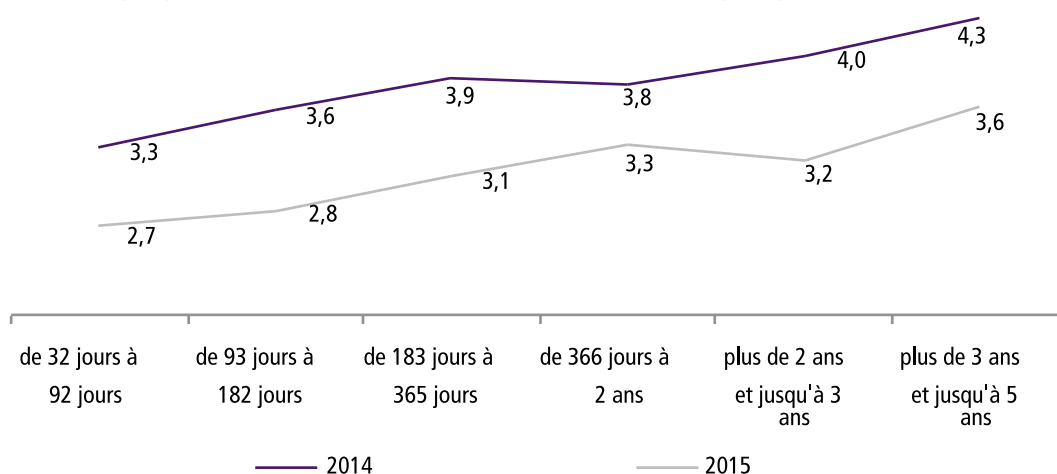
	Emissions					Variation 2015/2014	
	2011	2012	2013	2014	2015	En millions	En %
Global	69 973	78 763	65 092	83 006	56 830	-26 176	-31,5
Sociétés Financières	53 172	57 486	53 143	59 660	34 054	-25 606	-42,9
Banques	45 463	47 776	53 103	51 698	28 245	-23 453	-45,4
Certificat de dépôt	43 963	44 526	50 853	47 498	21 245	-26 253	-55,3
Obligations	1 500	3 250	2 250	4 200	7 000	2 800	66,7
Autres Sociétés financières	7 709	9 711	40	7 962	5 809	-2 153	-27,0
Bons de sociétés de financement	7 649	5 585	40	7 502	4 979	-2 523	-33,6
Obligations	60	4 126		460	830	370	80,4
Sociétés non Financières	16 802	21 277	11 950	23 346	22 776	-570	-2,4
Billets de trésorerie	5 952	9 027	9 700	11 322	15 464	4 142	36,6
Obligations	10 850	12 250	2 250	12 024	7 312	-4 712	-39,2

Source : Maroclear et calculs BAM.

Les levées en certificats de dépôts sont ainsi revenues de 47,5 milliards de dirhams à 21,2 milliards et sont restées dominées par les maturités inférieures à 1 an avec une part de 67%. Elles ont été assorties de taux largement inférieurs à ceux enregistrés en 2014, avec des diminutions de 61 points de base pour les maturités entre 32 et 92 jours et de 79 points pour celles entre 93 et 182 jours. En revanche, les levées des banques en obligations ont augmenté à 7 milliards de dirhams après 4,2 milliards et ont porté principalement sur des titres à 10 ans.

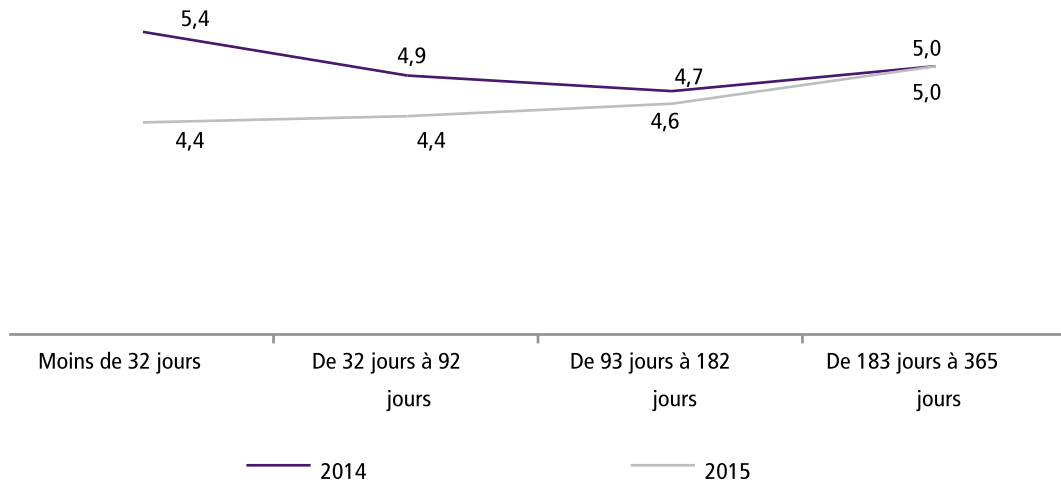
Pour ce qui est des émissions des sociétés de financement, elles ont enregistré une diminution de 34% à 5 milliards de dirhams, dont 94% sous forme de bons. Pour ces derniers, les maturités entre 3 et 5 ans ont représenté 57% des levées contre 22% en 2014 et ont été assorties d'un taux moyen de 3,9% contre 4,2%. Celles d'une durée inférieure à 3 ans, ont vu leur part revenir de 81% à 43% et leur taux moyen diminuer de 71 points de base à 3,4%. En ce qui concerne les levées d'obligations, elles se sont chiffrées à 830 millions de dirhams contre 460 millions une année auparavant.

Graphique 1.8.4 : Evolution des taux des certificats de dépôts par maturité (en %)



En ce qui concerne les sociétés non financières, les levées de billets de trésorerie ont poursuivi leur tendance haussière entamée en 2009, s'établissant à 15,5 milliards de dirhams en 2015. Le recours à ce marché reste toutefois faible, seules 19 entreprises s'y étant financées au cours des six dernières années. Les émissions ont porté principalement sur des maturités inférieures à 32 jours, avec une part de 58% au lieu de 29% en 2014 et ont été effectuées à un taux moyen de 4,4% après 5,4%. En revanche, le montant des obligations émises est revenu à 7,3 milliards après 12 milliards en 2014 et 10,8 milliards en moyenne entre 2009 et 2013. Les maturités de 5 ans et 10 ans ont représenté plus de la moitié des émissions et ont été assorties de taux inférieurs à ceux enregistrés en 2014.

Graphique 1.8.5 : Evolution des taux des billets de trésorerie par maturité (en %)



Tenant compte des remboursements, l'encours des titres de dette privée s'est établi à 159,6 milliards de dirhams, en baisse de 5,7% par rapport à l'année précédente. Cette évolution reflète les replis de l'encours des titres des sociétés financières de 5,9% à 91,6 milliards et de celui des sociétés non financières de 5,3% à 68 milliards de dirhams.

Tableau 1.8.4 : Evolution de l'encours de la dette privée (en millions de dirhams)

	Emissions					Variation 2015/2014	
	2011	2012	2013	2014	2015	En millions	En %
Global	151 738	169 718	166 254	169 173	159 606	-9 567	-5,7
Sociétés Financières	95 477	104 025	97 816	97 373	91 604	-5 769	-5,9
Banques	76 788	81 140	81 218	80 391	73 413	-6 978	-8,7
Certificat de dépôt	57 798	59 068	58 574	55 088	41 184	-13 904	-25,2
Obligations	18 990	22 072	22 644	25 303	32 229	6 926	27,4
Autres Sociétés financières	18 689	22 886	16 598	16 982	18 191	1 209	7,1
Bons de sociétés de financement	16 889	18 763	13 168	13 486	14 460	974	7,2
Obligations	1 800	4 123	3 430	3 496	3 731	235	6,7
Sociétés non Financières	56 261	65 693	68 439	71 800	68 002	-3 798	-5,3
Billets de trésorerie	2 897	3 467	3 422	4 836	2 271	-2 565	-53,0
Obligations	53 364	62 226	65 017	66 964	65 731	-1 233	-1,8

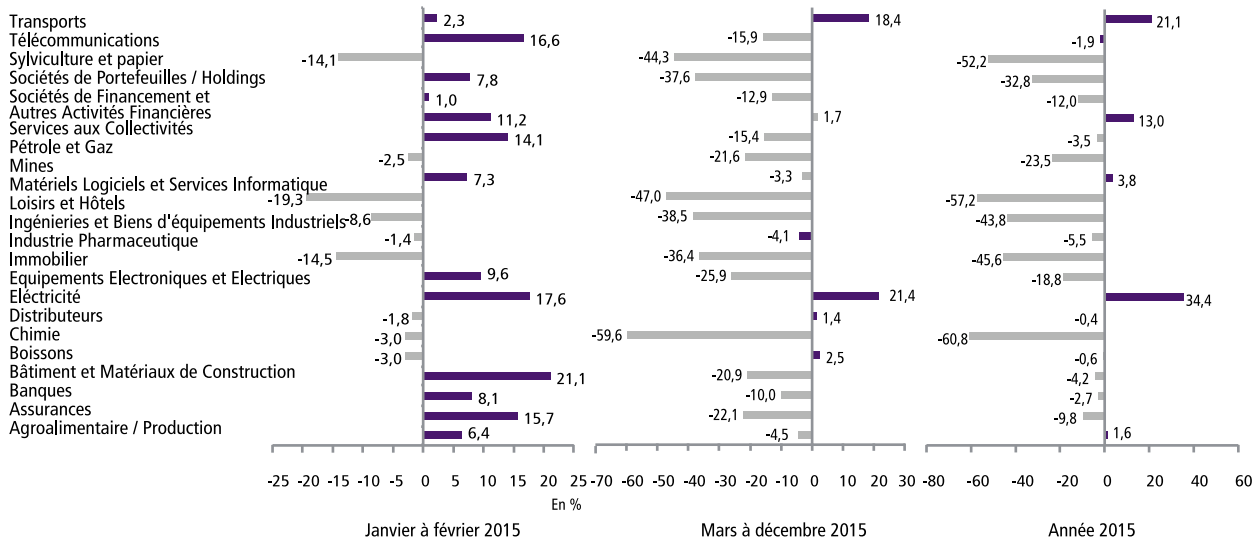
Source : Maroclear et calculs BAM.

1.8.2 Marché boursier

Au cours des deux premiers mois de 2015, le MASI s'est inscrit dans un mouvement haussier, cumulant une performance de 8,7% à fin février. Cette progression résulte principalement des accroissements de 21,1% de l'indice « bâtiments et matériaux de construction », de 16,6% de celui des « télécommunications » et de 8,1% pour les valeurs du secteur bancaire. En revanche,

l'indice « immobilier » a poursuivi sa tendance baissière, accusant une nouvelle contraction de 14,5%.

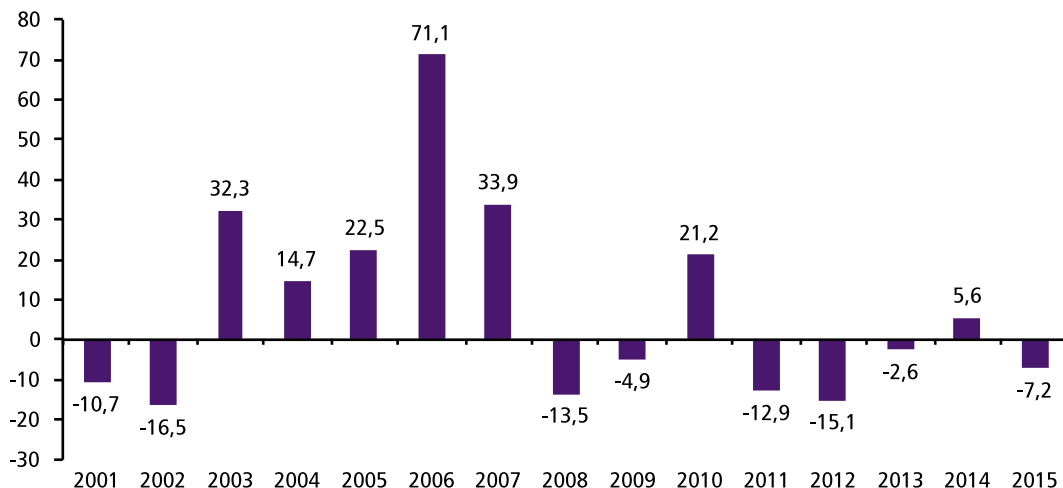
Graphique 1.8.6 : Variation annuelle des indices sectoriels (en %)



Source : Bourse de Casablanca.

A partir du mois de mars, avec la multiplication des avertissements sur les bénéficiés et la publication de résultats annuels indiquant une nouvelle diminution de la masse bénéficiaire globale, les cours se sont inscrits dans un mouvement de repli quasi-généralisé, avec notamment des contreperformances entre mars et décembre de 36,4% pour l'« immobilier », de 15,9% pour les « télécommunications » et de 10% pour les « banques ». Au terme de l'année, le MASI aura enregistré une contreperformance de 7,2%, après une hausse de 5,6% en 2014.

Graphique 1.8.7 : Performance annuelle du MASI (en %)



Source : Bourse de Casablanca.

La baisse des cours s'est répercutée sur les indicateurs de valorisation, le PER étant revenu de 18,5 à 17, niveau qui reste toutefois largement au-dessus de la moyenne observée au niveau des marchés les plus représentés dans la catégorie « marchés frontières » de l'indice MSCI. La Bourse de Casablanca offre, en revanche, une des rémunérations les plus attractives de la catégorie en termes de rendement de dividende avec un taux de 4,52%.

Tableau 1.8.5 : PER et rendement de dividende des pays les plus représentés dans la catégorie « Marchés Frontières » de l'indice MSCI

	Poids en %	PER			Dividend Yield		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Koweït	20,3	18,3	17,0	14,7	2,89	3,33	3,93
Nigéria	14,4	4,2	11,6	13,9	1,16	1,29	0,95
Argentine	11,8	13,6	12,0	8,7	2,73	4,34	3,72
Pakistan	8,6	12,1	11,8	9,7	4,15	4,32	5,53
Maroc	7,6	15,7	18,5	17,0	4,24	4,47	4,52

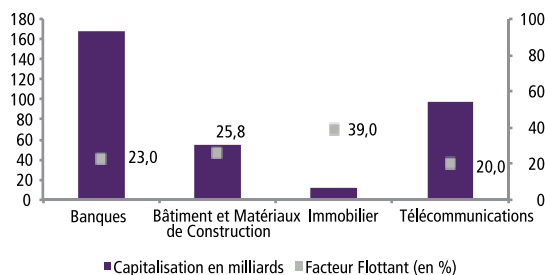
Source : Thomson Reuters Eikon.

Pour ce qui est du volume de transactions, quoiqu'en légère hausse par rapport à 2014, il est demeuré faible s'établissant à 52,1 milliards, contre une moyenne de 79,3 milliards de dirhams entre 2010 et 2014. Il s'est établi sur le marché central à 31,4 milliards contre 30,9 milliards de dirhams un an auparavant et a quasiment stagné à 13,5 milliards sur le marché de blocs.

Les levées au titre des augmentations de capital, qui renseignent sur la contribution de la bourse au financement de l'économie, sont restées insignifiantes se chiffrant à 2 milliards de dirhams, réalisées en quasi-totalité par des sociétés financières. L'année a connu également l'introduction par cession de titres de deux sociétés, TOTAL MAROC et AFMA pour des montants respectifs de 716,2 millions et de 177,2 millions de dirhams et la radiation des sociétés CGI et MEDIACO, avec des offres publiques de retraits de 2 milliards et de 2,6 millions respectivement.

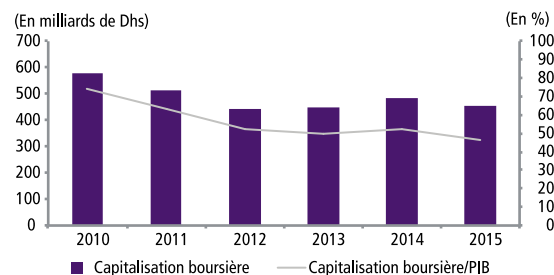
Ces évolutions, conjuguées au repli des cours, se sont traduites par une baisse de 6,4% de la capitalisation boursière à 453,3 milliards de dirhams, son ratio au PIB étant ainsi revenu de 52% en 2014 à 46%. Dans le même sens, la capitalisation flottante s'est repliée de 9,9%, avec un léger recul de 24,3% à 24,1% du facteur flottant.

Graphique 1.8.8 : Capitalisation et facteur flottant des principaux secteurs



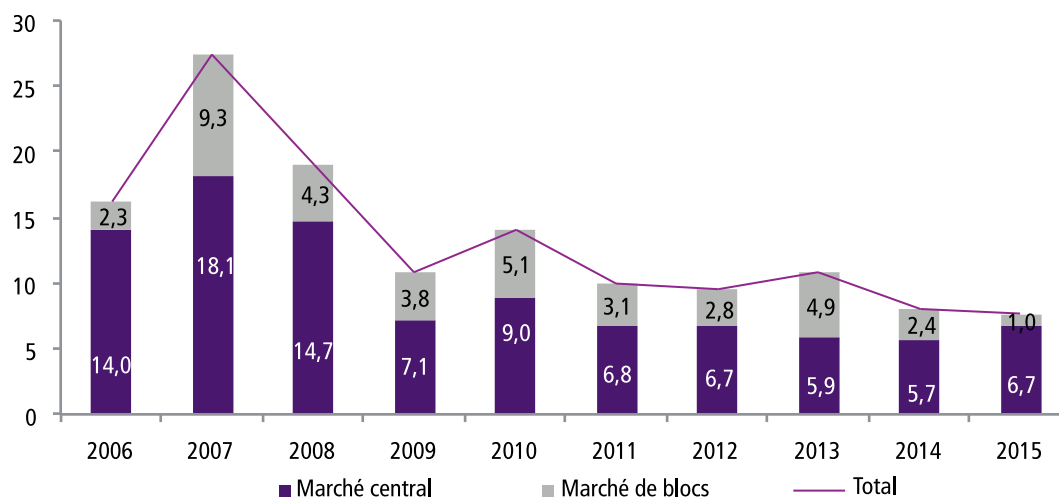
Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 1.8.9 : Evolution de la capitalisation boursière



Dans ces conditions, le ratio de liquidité¹ a enregistré une légère baisse, s'établissant à 7,7%, recouvrant une diminution de 2,4% à 1% sur le marché de blocs et une hausse de 5,7% à 6,7% sur le marché central.

Graphique 1.8.10 : Evolution annuelle du ratio de liquidité (en %)



Sources : Bourse de Casablanca et calculs BAM.

Tableau 1.8.6 : Evolution des volumes de transactions (en millions de dirhams)

	2012	2013	2014	2015
I- Actions	52 552	54 557	44 334	46 884
1-Marché central	29 729	26 449	27 595	28 758
2-Marché des blocs	12 470	22 101	11 816	11 751
Total du marché secondaire (1+2)	42 199	48 550	39 411	40 509
3-Introductions	27	1 000	1 127	893
4-Apports de titres	2 063	644	2 493	923
5-Offres publiques*	177	45	672	2 408
6-Transferts	617	1 116	206	106
7-Augmentations de capital	7 469	3 202	425	2 045
Total des autres marchés (3+4+5+6+7)	10 353	6 007	4 923	6 375
II- Obligations	8 483	7 584	5 475	5 207
8- Marché central	3 205	2 171	3 355	2 690
9- Marché des blocs	4 368	4 713	1 936	1 706
Total du marché secondaire (8+9)	7 573	6 884	5 291	4 396
10- Introductions	910	700	184	810
11- Apports de titres	-	-	-	1
12- Transferts	-	-	-	-
Total des autres marchés (10+11+12)	910	700	184	811
Total (I + II)	61 035	62 141	49 809	52 091

* L'offre publique de retrait de MEDIACO MAROC d'un montant de 2,6 millions de dirhams a été comptabilisée en décembre 2014 et la radiation effective du titre a eu lieu en février 2015.

¹ Le ratio de liquidité représente le rapport entre le volume des transactions et la capitalisation boursière.

Encadré 1.8.1 : Positionnement de la Bourse de Casablanca

A partir de 2001, le marché boursier marocain a été intégré dans le calcul des principaux indices de référence mondiaux. Au vu des opportunités d'investissements qu'il offrait et de son niveau de liquidité, il était classé dans la catégorie des marchés émergents, laquelle n'incluait parmi les Bourses d'Afrique et de la région MENA que l'Égypte et l'Afrique du Sud. Toutefois, la baisse tendancielle du niveau de liquidité depuis 2008 a conduit le fournisseur d'indices MSCI en 2013, puis FTSE et S&P en 2014 à rétrograder la Bourse de Casablanca à la catégorie des marchés frontières¹.

Le Maroc est le cinquième marché le plus important de l'indice « MSCI FM » qui comprend 24 pays. Selon la dernière évaluation du MSCI, son poids dans la capitalisation totale est de 8,1%², contre 20,3% pour le Koweït, 14,4% pour l'Argentine, 11,8% pour le Nigéria et 8,6% pour le Pakistan. La Bourse de Casablanca est représentée par 9 valeurs³, avec notamment des parts de 47% pour le secteur financier et de 34% pour les télécommunications.

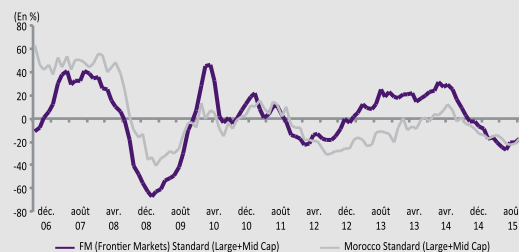
Tableau E 1.8.1.1 : Positions des principaux pays retenus dans MSCI marchés frontières

	Nombre de sociétés cotées	Capitalisation (en milliards de dollars)	Position dans le MSCI FM	
			Poids (en %)	Nombre de valeurs retenues
Koweït	200	82,7	20,3	8
Argentine	93	56,1	14,4	9
Nigeria	183	50,0	11,8	16
Pakistan	557	-	8,6	16
Maroc	75	45,9	7,6	9
Autres marchés	-	-	37,3	63

Source : MSCI, Banque mondiale (WDI).

En termes de performance, l'indice MSCI Maroc a enregistré au cours des deux dernières années une baisse annuelle moyenne de 6,6%, contre 23,3% pour le Nigéria, 10,1% pour le Koweït, 5,3% pour le Pakistan et 3,4% pour l'indice MSCI FM globalement.

Graphique E 1.8.1.1 : Evolution des indices MSCI des marchés frontières et du Maroc



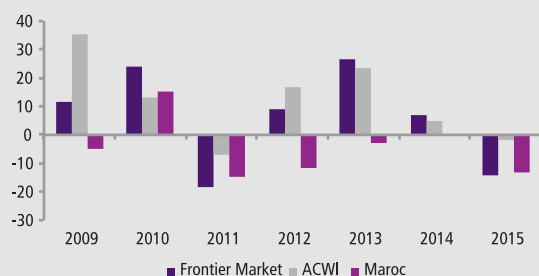
¹ Ce groupe a été créé par MSCI en 2007 pour distinguer entre des pays dont les caractéristiques du marché financier se rapprochent plus de celles des pays avancés et ceux disposant d'un écosystème financier en deçà des critères retenus par les grands fournisseurs d'indices boursiers.

² Données d'avril 2016.

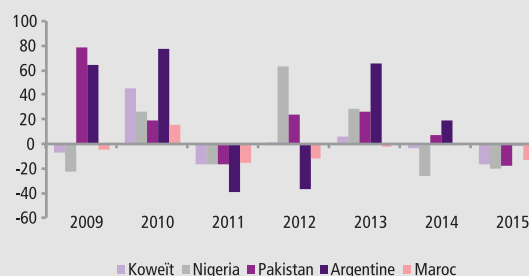
³ Maroc Telecom, Attijariwafa Bank, Lafarge Ciments, BMCE, Addoha, BCP, Ciments Du Maroc, Wafa Assurance et Managem;

Concernant les indicateurs de valorisation, la place de Casablanca affiche un PER qui reste globalement supérieur à celui des principaux pays frontières. En revanche, elle offre un rendement de dividende plus élevé, avec un taux moyen de 4,1% entre 2010 et 2015, contre 2,7% en Argentine, 3,6% au Nigéria et 3,8% au Koweït.

Graphique E 1.8.1.2 : Evolution de la performance des indices MSCI (en %)



Graphique E 1.8.1.3 : Evolution de la performance des indices MSCI des principaux marchés frontières (en %)



Source : MSCI.

(*) ACWI : All Country World Index

Tableau E 1.8.1.2 : Evolution des indicateurs de valorisation et de rendement

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Moyenne
PER							
Koweït	24,0	14,3	16,7	18,3	17,0	14,7	17,5
Nigeria	21,2	8,8	12,8	13,6	12,0	8,7	12,9
Argentine	13,3	8,9	8,2	4,2	11,6	13,9	10,0
Pakistan	11,5	8,4	8,7	12,1	11,8	9,7	10,4
Maroc	21,6	16,9	15,1	15,7	18,5	17,0	17,5
Rendement de dividende (en %)							
Koweït	4,0	5,6	3,3	2,9	3,3	3,9	3,8
Nigeria	2,7	4,9	3,4	2,7	4,3	3,7	3,6
Argentine	3,8	7,1	1,9	1,2	1,3	1,0	2,7
Pakistan	4,8	6,7	5,6	4,2	4,3	5,5	5,2
Maroc	3,3	3,7	4,4	4,2	4,5	4,5	4,1

Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant de la liquidité, la Bourse de Casablanca affiche un niveau relativement faible, son ratio s'étant établi à 7% en moyenne entre 2010 et 2015, contre 25% pour le Koweït, 15% pour la Jordanie et 10% pour le Nigéria. Ces niveaux restent largement inférieurs à ceux enregistrés par les principaux pays des catégories marchés émergents et développés.

Tableau E 1.8.1.3 : Liquidité des marchés les plus représentés au niveau des indices MSCI (en %)

	Liquidité							Moyenne 2010-2015
	Poids	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
Marchés frontières								
Koweït	20	35	20	25	37	20	15	25
Argentine	14	4	6	4	4	6	5	5
Nigeria	12	10	10	13	11	8	8	10
Maroc	8	8,8	6,8	6,7	6,0	5,8	6,4	7
Jordanie	-	28	14	10	13	12	14	15
Marchés émergents								
Chine	24	205	196	136	195	199	480	235
République de Corée	16	149	194	134	108	106	150	140
Inde	8	66	64	49	47	47	51	54
Afrique du Sud	7	30	29	25	25	26	32	28
Marchés développés								
Canada	3	65	77	65	63	64	69	67
États-Unis	59	208	262	173	138	148	165	183
Japon	8	112	130	96	134	111	114	116

Sources : Banque Mondiale (WDI) et sites officiels des bourses.

1.8.3 Titres d'OPCVM

Dans un contexte de poursuite de la baisse de la courbe des taux et après une forte hausse en 2014, les souscriptions aux titres OPCVM ont augmenté de 14,3 milliards atteignant 635,8 milliards de dirhams. Cette évolution reflète notamment une progression de 27,4 milliards des acquisitions d'OPCVM obligataires à 209,4 milliards, alors que celles de fonds monétaires se sont repliées de 19,6 milliards à 408,9 milliards de dirhams. Concernant les autres catégories, les souscriptions sont passées de 4,3 milliards à 6 milliards pour les fonds actions, de 4,9 milliards à 5,5 milliards pour les diversifiés et de 1,7 milliard à 6 milliards de dirhams pour les OPCVM contractuels.

Tenant compte d'une augmentation de 4% des rachats à 610,2 milliards, la collecte nette est ressortie à 25,6 milliards de dirhams, dont 19,1 milliards pour les fonds obligataires à moyen et long termes.

Pour ce qui est du rendement, l'indice de performance des OPCVM a affiché une progression de 2,4% après 8,4% en 2014, avec notamment une hausse de 3,8%, après 9,9%, pour les fonds obligataires et de 2,6%, au lieu de 4,4%, pour les OPCVM monétaires.

Dans ces conditions, l'actif net des fonds obligataires s'est élevé à 223,5 milliards de dirhams, en hausse de 15,5%, tandis que celui des OPCVM monétaires est revenu à 71,6 milliards après 73,7 milliards un an auparavant. Au total et tenant compte d'une augmentation de 1,6 milliard pour les autres catégories d'OPCVM, l'actif net des fonds OPCVM s'est accru de 9,8% à 330,1 milliards de dirhams.

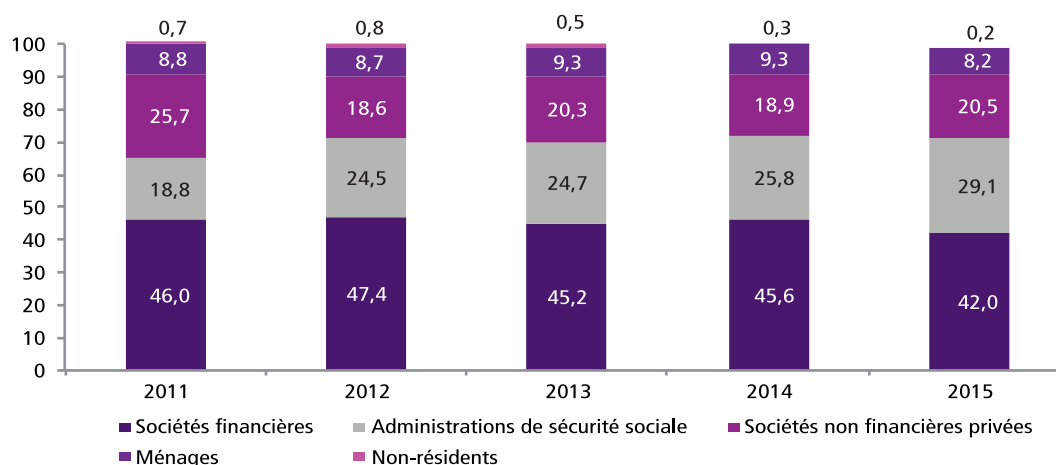
Tableau 1.8.7 : Evolution de l'actif net des OPCVM (en milliards de dirhams)

	2011	2012	2013	2014	2015	
Actif net	OPCVM monétaires	60,6	71,4	68,0	73,7	71,6
	OPCVM obligataires	135,8	140,7	147,8	193,4	223,5
	OPCVM actions	22,2	20,7	20,0	21,1	20,4
	OPCVM diversifiés	9,4	7,7	8,8	11,3	12,9
	OPCVM contractuels	1,5	1,2	0,9	1,0	1,8
	Total	229,5	241,9	245,5	300,5	330,1
Souscriptions	OPCVM monétaires	388,1	405,3	373,8	428,6	408,9
	OPCVM obligataires	117,8	143,2	137,6	181,9	209,4
	OPCVM actions	4,5	3,9	2,3	4,3	6,0
	OPCVM diversifiés	4,1	2,6	2,2	4,9	5,5
	OPCVM contractuels	1,7	2,9	2,2	1,7	6,0
	Total	516,2	558,0	518,1	621,4	635,8
Rachats	OPCVM monétaires	389,0	396,5	379,6	425,6	407,9
	OPCVM obligataires	113,5	140,8	134,4	152,2	187,0
	OPCVM actions	5,1	2,7	2,2	4,0	5,7
	OPCVM diversifiés	3,8	3,9	2,2	3,5	4,4
	OPCVM contractuels	2,6	3,2	2,5	1,7	5,3
	Total	513,9	547,1	520,9	586,9	610,2

Source : Autorité marocaine du marché des capitaux.

Par détenteur, la part des administrations de sécurité sociale s'est renforcée de 25,8% à 29,1% et celle des sociétés non financières est passée de 18,9% à 20,5%. En revanche, les détentions des sociétés financières ont représenté 42% après 45,6% de l'actif net et celles des ménages, 8,2% au lieu de 9,3%. Ces derniers détiennent en particulier 19% de l'encours des OPCVM diversifiés et 15% des fonds actions.

Graphique 1.8.11 : Structure de l'encours des OPCVM par détenteurs (en % de l'actif net)



Source : Autorité marocaine du marché des capitaux.

Encadré 1.8.2 : Le développement financier au Maroc

Un système financier développé favorise la mobilisation de l'épargne, améliore l'allocation des ressources et la gestion des risques et contribue in fine à la croissance économique. Pour appréhender le degré de développement financier, plusieurs mesures ont été proposées dont l'une des plus récentes a été publiée en 2015 dans un document de travail du FMI¹. Il s'agit d'un indice composite combinant deux sous-indices mesurant le niveau de développement des institutions financières² et des marchés, appréhendé à travers trois dimensions à savoir, la profondeur, l'accès et l'efficacité.

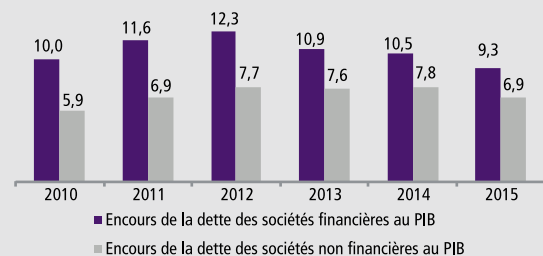
Les résultats pour un échantillon de 183 pays sur la période allant de 1980 à 2013 indiquent que le Maroc occupe le 52^{ème} rang, avec un score de 0,39 sur une échelle de 0 à 1, devançant des pays comme l'Egypte (77^{ème}) ou l'Argentine (65^{ème}) mais se positionnant derrière des économies comme la Jordanie (47^{ème}) ou la Turquie (37^{ème}). Ils font ressortir également que le système financier marocain connaît un développement inégal de ses composantes, les institutions financières étant plus développées que les marchés financiers, leurs scores s'étant établis à 0,53 et 0,24 respectivement.

Les marchés financiers au Maroc restent pénalisés par le manque de profondeur et la faible efficacité, avec des scores de 0,17 et 0,06, les positionnant aux 70^{ème} et 64^{ème} rangs respectivement selon ces deux dimensions. En effet, la profondeur du marché boursier s'est progressivement détériorée depuis 2007, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB étant revenue de 91% à 46% en 2015 et le volume des transactions au PIB s'est situé à 5% après 28%. De même, le marché de la dette privée reste peu développé avec des ratios de l'encours au PIB limités à 9,3% en 2015 pour les sociétés financières et à 6,9% pour celles non financières. En ce qui concerne l'efficacité, le ratio de liquidité du marché actions s'est établi à 5,9% en 2015 après 18,1% en 2007.

Graphique E 1.8.2.1 : Evolution de la capitalisation boursière (en % du PIB)



Graphique E 1.8.2.2 : Evolution de l'encours de la dette privée (en % du PIB)



¹ "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", Mai 2015.

² Banques, assurances et fonds de retraite.

1.8.4 Actifs immobiliers

Après une baisse de 0,4% en 2014, les prix des biens immobiliers ont connu une progression de 0,6%, reflétant une augmentation des prix de 0,8% pour les appartements et dans une moindre

mesure celle de 0,7% pour les terrains urbains. A l'inverse, les prix des biens à usage commercial ont accusé leur première baisse depuis 2009, avec un taux de 2,1%.

Tableau 1.8.8 : Variation de l'IPAI par catégorie d'actifs (en %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Global	3,1	2,5	-0,8	2,0	2,2	1,7	-0,4	0,6
Résidentiel	2,6	3,6	-2,1	1,1	1,6	0,9	-0,4	0,9
Appartement	1,9	4,5	-3,3	0,3	1,5	0,6	-0,4	0,8
Villa	4,8	1,5	2,4	3,6	2,1	2,0	0,2	1,1
Maison	6,3	1,6	1,8	6,2	1,4	-0,9	-1,5	1,0
Foncier	3,8	1,3	1,8	3,8	4,5	4,3	-0,8	0,7
Usage commercial	7,0	-0,4	1,7	3,3	1,2	0,3	1,9	-2,1
Local Commercial	7,6	-0,1	2,1	3,3	1,1	0,4	1,6	-2,1
Bureau	5,0	-2,2	-0,3	2,8	1,6	-0,9	5,0	-3,2

Source : ANCFC et BAM.

Pour ce qui est des ventes, après une importante hausse de 15,9%, elles ont reculé de 2,7% à 126.217 transactions. La baisse a concerné essentiellement les actifs résidentiels avec des replis de 3,2% pour les appartements, de 5,7% pour les maisons et de 10,1% pour les villas. Les acquisitions de biens à usage professionnel ont légèrement diminué de 0,9%, traduisant une baisse de 1,4% des ventes de locaux commerciaux, celles des bureaux ayant, en revanche, progressé de 3,1%. Pour les terrains urbains, le nombre de transactions s'est quasi-stabilisé d'une année à l'autre. La structure des transactions reste dominée par les ventes d'appartements à hauteur de 68% contre 19% pour le foncier et 7% pour les locaux commerciaux.

Tableau 1.8.9 : Variation du nombre de transactions par catégorie d'actifs (en %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Global	-3,2	2,7	4,3	11,5	11,3	-6,2	15,9	-2,7
Résidentiel	-5,6	2,7	1,1	11,5	11,4	-4,0	18,6	-3,5
Appartement	-4,2	5,8	1,0	13,3	12,2	-3,0	20,8	-3,2
Villa	-12,8	-16,5	0,8	-2,7	1,2	-15,5	-5,9	-5,7
Maison	-12,8	-2,6	10,2	7,2	21,7	-2,6	12,1	-10,1
Foncier	4,7	7,1	16,4	12,6	10,4	-14,4	6,6	-0,3
Usage commercial	2,1	-8,1	3,4	8,5	13,7	-2,0	14,6	-0,9
Local Commercial	3,4	-5,2	2,1	7,1	14,3	-2,9	14,5	-1,4
Bureau	-6,4	-30,0	17,5	20,8	8,7	5,2	15,3	3,1

Source : ANCFC et BAM.

L'analyse de l'évolution de l'IPAI par ville montre, qu'à l'exception de Marrakech et El Jadida qui ont accusé des baisses, les autres grandes villes ont connu des hausses allant de 0,3% à Oujda à 2,7% à Kenitra. Pour les transactions, le repli enregistré au niveau national reflète essentiellement celui des ventes d'appartements à Tanger et à Marrakech.

Tableau 1.8.10 : Variation de l'IPAI et du nombre de transactions pour les principales villes (en %)

	IPAI				Transactions			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Agadir	1,4	1,4	2,4	1,6	63,1	-2,6	-10,3	-20,7
Kenitra	2,3	0,8	-0,2	2,7	20,8	-3,1	15,5	4,0
Marrakech	0,0	3,2	1,5	-4,3	0,6	-21,2	21,2	-9,3
Oujda	3,7	8,8	-1,6	0,3	10,0	-6,6	15,7	0,3
Casablanca	0,1	1,5	0,4	1,0	7,4	1,1	33,6	-5,5
Rabat	2,7	0,0	1,3	2,2	-6,0	-10,5	4,1	-10,9
El Jadida	-0,5	-0,3	-4,2	-1,8	15,7	2,6	-1,5	35,0
Meknès	3,8	-1,3	1,5	0,7	16,1	-31,8	30,7	9,9
Fès	3,2	0,2	0,7	0,6	14,1	-7,4	12,8	-6,8
Tanger	2,4	2,6	0,0	0,8	22,5	16,2	6,8	-11,9
Global	2,2	1,7	-0,4	0,6	11,3	-6,2	15,9	-2,7

Source : ANCFCC et BAM.

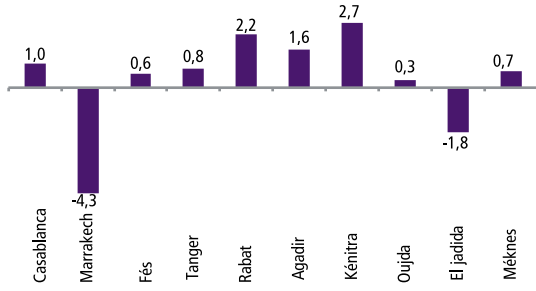
Au niveau de Casablanca, les prix ont continué de progresser à un rythme modéré, l'IPAI s'étant accru de 1% après 0,4% en 2014. Cette évolution a concerné principalement les appartements et le foncier avec des taux respectifs de 1,2% et 2,8%. En revanche, et après une augmentation moyenne de 2,6% entre 2011 et 2014, les prix des actifs à usage professionnel ont accusé une baisse de 3,6%. Pour ce qui est des transactions, après la hausse exceptionnelle en 2014, elles ont enregistré une baisse de 5,5% recouvrant un repli de 6,8% pour les appartements et des accroissements de 3,9% pour les terrains et de 1,1% pour les biens à usage commercial.

A Rabat, les prix ont augmenté de 2,2%, traduisant des progressions de 2,3% pour les appartements et de 9,3% pour les biens à usage professionnel, alors que les terrains ont connu une baisse de 1,8%. Le nombre de transactions a accusé un repli important avec des diminutions de 24,9% pour les biens à usage professionnel, de 14,5% pour les appartements et de 4% pour les terrains.

Pour la ville de Marrakech, les prix ont connu un recul de 4,3%, reflétant principalement la baisse de 7,9% des prix du foncier, la première depuis 2009. Les prix des locaux commerciaux ont affiché une diminution de 3,3%, alors que ceux des appartements n'ont pas connu de variation significative. Pour ce qui est des transactions, elles se sont repliées de 9,3%, traduisant des baisses de 11,9% pour les appartements et de 18,9% pour les locaux commerciaux, les ventes de terrains étant restées quasi-stables.

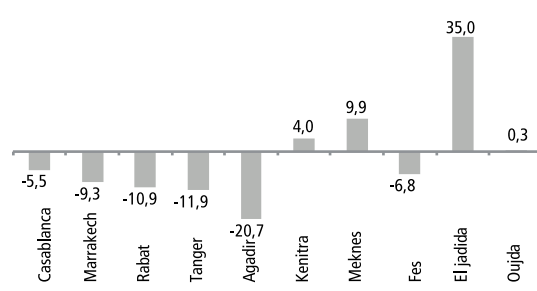
A Tanger, l'indice des prix a enregistré un accroissement de 0,8%, recouvrant une hausse de 2,5% pour les terrains, une baisse de 0,6% pour les appartements et une stagnation pour les locaux commerciaux. Pour ce qui est des ventes, elles ont diminué pour l'ensemble des catégories d'actifs, avec un taux de 11,9% globalement.

Graphique 1.8.12 : Evolution de l'IPAI par ville (en %)



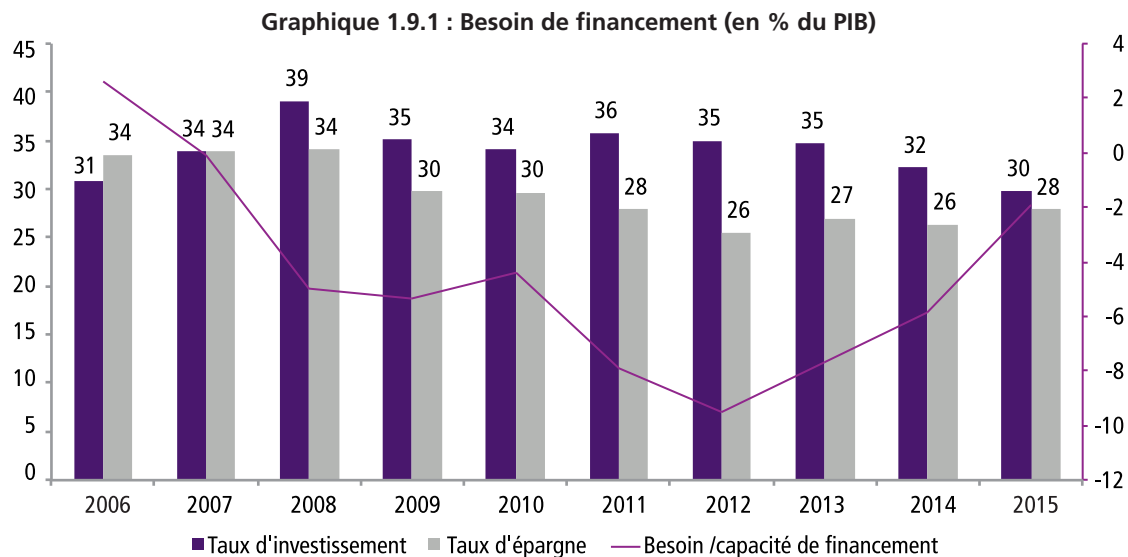
Source : ANCFCC et BAM.

Graphique 1.8.13 : Evolution du volume des transactions par ville (en %)



1.9 Financement de l'économie

A prix courant, le revenu national brut disponible a augmenté en 2015 de 6% à 1 044,5 milliards de dirhams. La consommation finale nationale s'est accrue de 3,8% à 769,4 milliards de dirhams et en conséquence, l'épargne nationale a enregistré une importante hausse de 12,8% à 275,1 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 28% du PIB. Tenant compte d'une nouvelle baisse de l'investissement de 1,2% à 294 milliards, le besoin de financement s'est sensiblement atténué à 18,9 milliards et son ratio au PIB a poursuivi son mouvement baissier revenant de 9,5% en 2012 à 1,9% en 2015.



Sources : HCP et calculs BAM.

Par secteur institutionnel, le besoin de financement des administrations publiques¹ aurait diminué, reflétant l'allégement de celui du Trésor. Ce dernier s'est financé sur le marché domestique, sous forme principalement d'émissions de Bons, dont le flux net a atteint 43,8 milliards.

Pour les sociétés non financières, le besoin de financement se serait atténué par rapport à l'année précédente. Le flux net des financements mobilisés de l'extérieur a totalisé 64,9 milliards, alors que celui au titre des engagements² sur le marché intérieur ressort négatif à 10,2 milliards après s'être établi à 20,3 milliards en 2014.

Du côté des ménages, leur capacité de financement se serait améliorée. Concernant leurs placements, le flux net au titre des dépôts a augmenté de 3,7 milliards de dirhams, alors que l'encours des titres a accusé une diminution de 3,4 milliards par rapport à l'année précédente.

¹ Les administrations publiques incluent l'Administration centrale, les collectivités locales et les organismes de prévoyance à régime obligatoire.

² Hors actions et crédits commerciaux.

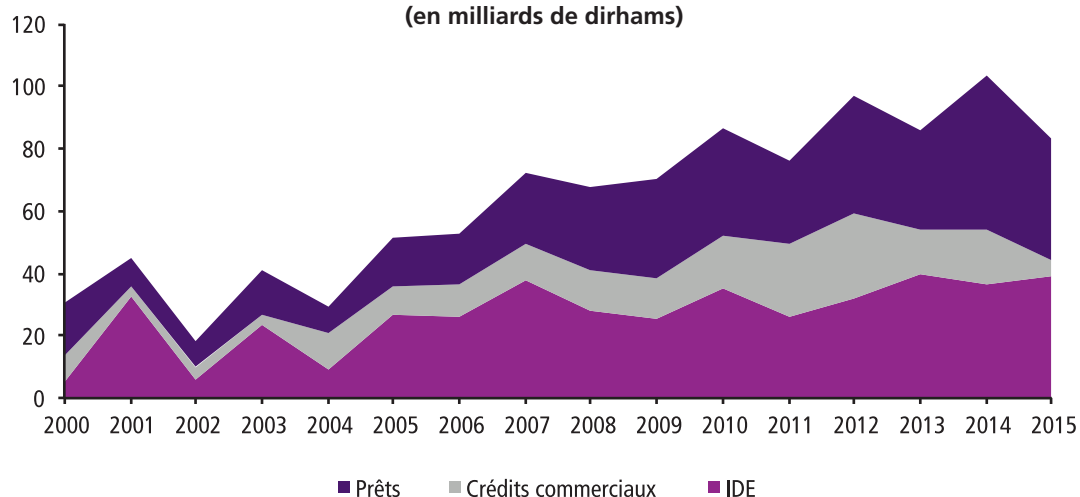
1.9.1 Flux financiers avec le reste du monde

En 2015, les flux nets du financement extérieur sont restés dominés par les prises de participation dans les entreprises résidentes qui ont totalisé 32,6 milliards de dirhams contre 30 milliards un an auparavant. En revanche, le flux net des émissions de titres sur le marché international a accusé une importante baisse, revenant de 25,5 milliards en 2014 à 9,6 milliards de dirhams.

Par secteur institutionnel, les flux nets au titre des engagements des sociétés non financières ont reculé de 7,8 milliards pour se situer à 64,9 milliards de dirhams. Cette évolution reflète des diminutions de 12 milliards pour les crédits commerciaux et de 4,2 milliards pour les titres autres qu'actions. En revanche, les emprunts se sont accrus de 5,5 milliards pour s'établir à 16 milliards de dirhams.

Quant aux flux nets des financements des administrations publiques, ils ont accusé une forte baisse de 8,6 milliards, résultat de l'absence d'émissions sur le marché international en 2015.

Graphique 1.9.2 : Structure des financements extérieurs des entreprises non financières
(en milliards de dirhams)



Source : Office des changes.

Du côté des avoirs financiers des résidents à l'étranger, leur flux net est revenu de 48,8 milliards en 2014 à 47,6 milliards, traduisant principalement un repli des crédits commerciaux. En revanche, les flux nets des détentions de Bank Al-Maghrib en titres souverains ont atteint 40,1 milliards après 34,3 milliards un an auparavant et ceux des investissements directs des résidents à l'étranger ont augmenté à 5,2 milliards contre 3,8 milliards en 2014. Ces derniers ont été destinés à hauteur de 24% vers la France et 11% aussi bien vers les Pays-Bas que vers les Emirats Arabes Unis.

**Tableau 1.9.1 : Principaux flux financiers de l'économie nationale* avec le reste du monde,
(en milliards de dirhams)**

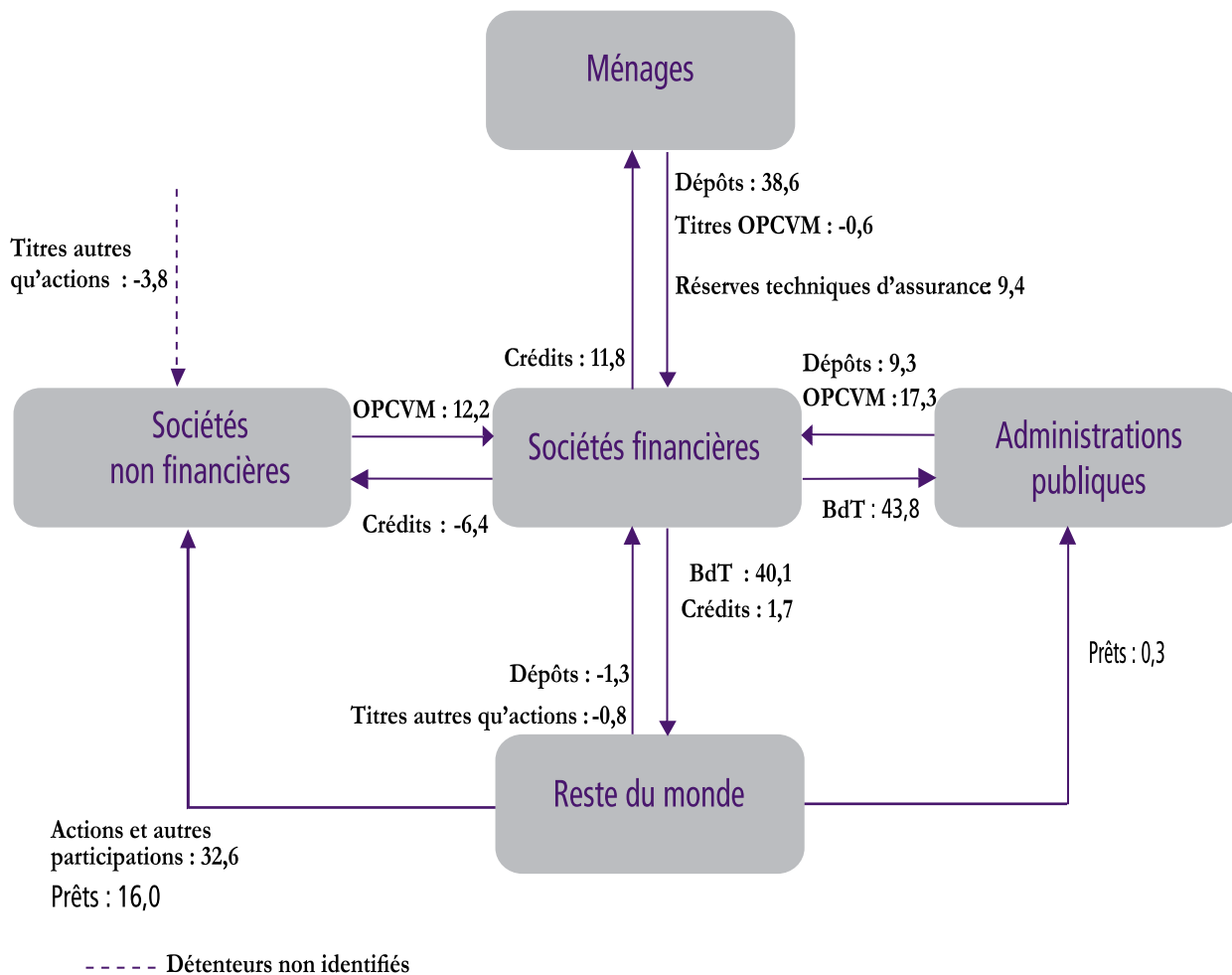
	2014				2015			
	Total	APU	SNF	SF	Total	APU	SNF	SF
Solde	-33,9	-8,9	-56,2	31,2	-13,6	-0,3	-67,2	53,9
Avoirs des résidents sur le reste du monde	48,8	0,0	16,6	32,2	47,6	0,0	-2,2	49,8
Or et DTS	4,2			4,2	0,2	-	-	0,2
Numéraire et dépôts	-3,6		4,5	-8,2	5,2	-	-1,6	6,8
Titres autres qu'actions	34,1			34,1	39,2	-	-	39,2
Actions et autres participations	3,8		2,5	1,3	5,2	-	3,0	2,2
Prêts	3,3			3,3	1,7	-	-	1,7
Crédits commerciaux	9,5		9,5		-3,6	-	-3,6	-
Autres comptes à payer	-2,8			-2,8	-0,5	-	-	-0,5
Réserves primes et réserves sinistres	0,2			0,2	0,2	-	-	0,2
Engagements des résidents vis-à-vis du reste du monde	82,7	8,9	72,7	1,0	61,2	0,3	64,9	-4,1
Numéraire et dépôts	-3,1			-3,1	-1,3	-	-	-1,3
Titres autres qu'actions	25,5	10,6	14,7	0,1	9,6	-	10,5	-0,8
Actions et autres participations	30,0		30,0	-0,4	32,6	-	32,6	-
Prêts	13,0	-1,7	10,5	4,2	14,9	0,3	16,0	-1,5
Crédits commerciaux	17,4		17,4	-	5,4	-	5,4	-

* APU : Administrations publiques, SNF : Sociétés Non Financières, SF : Sociétés Financières

1.9.2 Flux financiers entre les secteurs résidents

Les flux financiers entre les secteurs résidents ont été marqués en 2015 par une forte contraction de l'encours des crédits destinés aux sociétés non financières. En revanche, le flux net au titre des dépôts des ménages a affiché une hausse par rapport à 2014.

Graphique 1.9.3 : Principaux flux financiers entre les secteurs institutionnels en 2015
(en milliards de dirhams)



1.9.3 Flux financiers des administrations publiques

Les flux nets au titre des engagements des administrations publiques ont marqué une hausse sensible de 22,4 milliards s'établissant à 39,4 milliards. Cette évolution est attribuable, en grande partie, à la hausse des émissions nettes de bons du Trésor à 43,8 milliards contre 14,1 milliards en 2014, alors que le flux net des dépôts auprès du Trésor est revenu à 2,6 milliards après 7,3 milliards en 2014.

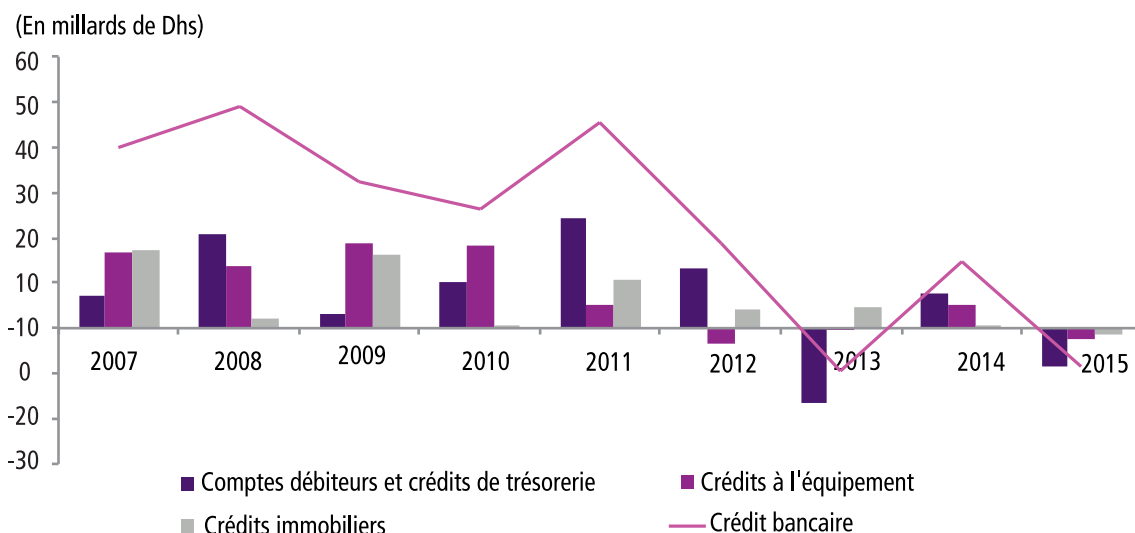
**Tableau 1.9.2 : Principaux flux financiers des administrations publiques
(en milliards de dirhams)**

	2014	2015
Solde	6,3	-14,7
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers	23,2	24,7
Dépôts	-2,2	9,3
Titres autres qu'actions et OPCVM	8,5	-1,7
Titres d'OPCVM	17,1	17,3
Flux nets d'engagement	17,0	39,4
Dépôts auprès du Trésor	7,3	2,6
Bons du Trésor	14,1	43,8
Crédits	-2,3	-0,2
Autres comptes à payer/ à recevoir	-2,1	-6,9

En parallèle, les flux nets au titre d'acquisition d'actifs financiers de ce secteur, constitués principalement des placements des organismes de prévoyance à régime obligatoire, sont passés de 23,2 milliards à 24,7 milliards, reflétant l'accroissement de 9,3 milliards de l'encours des dépôts après la baisse de 2,2 milliards l'année précédente. En revanche, le flux net des détentions en titres, autres qu'actions et OPCVM, ressort négatif après une hausse de 8,5 milliards en 2014, alors que celui en titres d'OPCVM n'a pas connu de variations significatives, s'établissant à 17,3 milliards.

1.9.4 Flux financiers des sociétés non financières (hors crédits commerciaux et actions)

L'analyse de la position financière des sociétés non financières, hors crédits commerciaux et actions, indique un désendettement des entreprises résidentes, dans un contexte marqué par une atonie des activités non agricoles et une baisse des besoins de trésorerie des entreprises importatrices des produits pétroliers. Ainsi, l'encours du crédit bancaire a accusé un repli de 8,6 milliards de dirhams, alors que les prêts distribués par les autres sociétés financières ont affiché un accroissement de 2,2 milliards. En ce qui concerne le financement direct, l'encours des titres émis par les sociétés non financières s'est replié de 3,8 milliards après une hausse de 3,4 milliards en 2014.

Graphique 1.9.4 : Flux nets des crédits bancaires accordés aux sociétés non financières

Pour ce qui est des placements des sociétés non financières, hors crédits commerciaux et actions, leur flux net s'est quasiment stabilisé à 45 milliards, recouvrant une baisse de 5,9 milliards des détentions en titres¹ et une augmentation de 5,1 milliards de celles en titres d'OPCVM. De même, le flux net au titre des dépôts a progressé de 1,1 milliard atteignant 16,9 milliards.

Tableau 1.9.3 : Principaux flux financiers des sociétés non financières (en milliards de dirhams)

	2014	2015
Solde	24,1	55,2
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers (hors crédits commerciaux et actions)	44,4	45,0
Numéraire et dépôts	15,8	16,9
Titres autres qu'actions et OPCVM	21,2	15,3
Titres d'OPCVM	7,2	12,2
Réserves techniques d'assurance	0,2	0,5
Flux nets d'engagements (hors crédits commerciaux et actions)	20,3	-10,2
Titres autres qu'actions	3,4	-3,8
Crédits des institutions financières	16,9	-6,4

1.9.5 Flux financiers des ménages (hors crédits commerciaux et actions)

En 2015, les flux nets au titre des placements des ménages ont reculé de 1,3 milliard s'établissant à 58,1 milliards de dirhams. Cette évolution traduit une baisse de 3,4 milliards de l'encours des

¹ Hors actions et titres OPCVM.

titres autres qu'actions. En revanche, le flux net des dépôts s'est accru à 38,6 milliards après 34,9 milliards en 2014. Concernant les souscriptions des ménages en produits d'assurance, leur flux net a totalisé 9,4 milliards de dirhams après 11,4 milliards en 2014.

Quant aux engagements, constitués exclusivement de crédits, le flux net est passé de 10,3 milliards en 2014 à 11,8 milliards. Ainsi, l'encours des crédits bancaires aux particuliers s'est accru de 12,1 milliards de dirhams, reflétant des hausses de 8,1 milliards des crédits à l'habitat et de 2,2 milliards de ceux destinés à la consommation. En revanche, les prêts bancaires accordés aux entrepreneurs individuels se sont repliés de 1,2 milliard, traduisant une diminution de 2,6 milliards des crédits immobiliers, alors que ceux destinés à l'équipement ont augmenté de 1,7 milliard.

**Tableau 1.9.4 : Principaux flux financiers des ménages
(en milliards de dirhams)**

	2014	2015
Solde	49,1	46,3
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers (hors crédits commerciaux et actions)	59,4	58,1
Numéraire	8,6	13,6
Dépôts	34,9*	38,6
Titres autres qu'actions et OPCVM	-0,7	-2,8
Titres d'OPCVM	5,1	-0,6
Réserves techniques d'assurance	11,4	9,4
Flux nets d'engagements (hors crédits commerciaux et actions)	10,3	11,8
Crédits	10,3	11,8

* Hors dépôts en devises reçus lors l'amnistie de change.