



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 44 / 2017

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 26 SEPTEMBRE 2017

Dépôt légal : 2017/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

Préambule	5
Communiqué de presse	7
Aperçu général	10
1. Développements internationaux	16
1.1 Activité économique et emploi	16
1.2 Conditions monétaires et financières	17
1.3 Prix des matières premières et inflation	19
2. Comptes extérieurs	21
2.1 Evolution de la balance commerciale	21
2.2 Autres rubriques de la balance courante	22
2.3 Compte financier	23
3. Monnaie, crédit et marché des actifs	24
3.1 Conditions monétaires	24
3.2 Prix des actifs	28
4. Orientation de la politique budgétaire	32
4.1 Recettes ordinaires	32
4.2 Dépenses publiques	33
4.3 Déficit et financement du Trésor	34
5. Demande, offre et marché du travail	37
5.1 Demande intérieure	37
5.2 Demande extérieure	38
5.3 Offre globale	38
5.4 Marché du travail et capacités de production	39
6. Evolution récente de l'inflation	42
6.1. Evolution de l'inflation	42
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	44
6.3. Anticipations de l'inflation	45
6.4. Prix à l'importation et à la production	45
7. Perspectives à moyen terme	47
Synthèse	47
7.1 Hypothèses sous-jacentes	49
7.2 Projections macroéconomiques	52
7.3 Balance des risques	56
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	57
LISTE DES GRAPHIQUES	58
LISTE DES TABLEAUX	60

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib :

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Commissaire du Gouvernement

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

M. Abdellatif BELMADANI

M. Mohammed BENAMOUR

Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN

M. Bassim JAI-HOKIMI

M. Mustapha MOUSSAOUI


COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 26 Septembre 2017

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa troisième réunion trimestrielle de l'année le mardi 26 septembre.
2. Lors de cette réunion, il a analysé les évolutions récentes de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques de la Banque pour les huit prochains trimestres.
3. Sur la base de ces analyses, le Conseil a jugé que le niveau actuel de 2,25% du taux directeur reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
4. Le Conseil a noté que l'inflation a fortement ralenti, passant de 1,9% au cours des deux premiers mois de 2017 à 0,2% en moyenne sur les six mois suivants, sous l'effet principalement du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle devrait ressortir à 0,6% sur l'ensemble de l'année 2017, avant de s'accélérer à 1,3% en 2018. Sa composante sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale des prix, devrait s'inscrire dans une tendance haussière passant de 0,8% en 2016 à 1,4% en 2017 et à 1,6% en 2018.
5. Au plan international, les dernières données disponibles confirment le raffermissement prévu de la croissance mondiale, tirée par une accélération du rythme de l'activité dans les pays avancés. Dans la zone euro, la croissance s'accélérait de 1,7% à 2% en 2017 avant de ralentir à 1,5% en 2018, en lien notamment avec le Brexit. Aux Etats-Unis, soutenue par le renforcement de la demande intérieure, elle passerait de 1,6% à 2,1% puis à 2,3%. Bénéficiant de la hausse de la demande émanant des économies avancées et de l'évolution favorable des prix des matières premières et des produits de base, l'activité devrait également s'améliorer dans les pays émergents.
6. Sur le marché des matières premières, le cours du pétrole a oscillé autour de 50\$/baril depuis le début de l'année et devrait rester proche de ce niveau d'ici fin 2018. Pour les phosphates et dérivés, les prix continueraient, selon les projections de la Banque mondiale du mois d'avril, à évoluer à des niveaux relativement bas, sous l'effet notamment des surplus de capacités de production. Ils se situeraient à 360\$/mt en 2017 et à 366\$/mt en 2018 pour le DAP et à 100\$/mt puis 102\$/mt respectivement pour le phosphate roche.
7. Dans ces conditions, l'inflation devrait marquer une nette accélération dans les pays avancés. Dans la zone euro, elle passerait de 0,2% à 1,5% en 2017 et à 1,4% en 2018, tandis qu'aux Etats-Unis, après un taux de 1,3% en 2016, elle s'établirait à 2% puis à 1,9%.

8. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé lors de sa réunion du 7 septembre de laisser inchangé le taux des opérations principales de refinancement à 0%, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir que ses taux resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats d'actifs. Ces derniers se poursuivraient au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà si nécessaire. De même, la FED a maintenu inchangée lors de sa réunion de septembre la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 1% et 1,25%. Elle a précisé que l'orientation de sa politique monétaire reste accommodante, favorisant davantage d'amélioration des conditions sur le marché du travail et un retour soutenu de l'inflation à son objectif de long terme. La FED a également annoncé qu'elle va entamer la mise en œuvre du programme de normalisation de son bilan en octobre 2017.
9. Au niveau national, la croissance bénéficiera en 2017 de la bonne campagne agricole, avec une production céréalière qui aurait atteint, selon les estimations révisées du Département de l'Agriculture, 96 millions de quintaux. Après une baisse de 12,8%, la valeur ajoutée agricole connaîtrait ainsi un rebond de 14,7% en 2017, avant de reculer de 1% en 2018 sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne. Pour ce qui est des activités non agricoles, elles devraient poursuivre leur reprise, le rythme de progression de leur valeur ajoutée devant passer de 2,2% en 2016 à 2,9% puis à 3,5%. Au total, après un taux de 1,2% en 2016, la croissance globale devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, s'accroître à 4,3% en 2017 et revenir à 3,1% en 2018.
10. Sur le marché du travail, la situation a été marquée au deuxième trimestre, en comparaison avec la même période de 2016, par une entrée nette de 107 mille demandeurs d'emplois et une légère baisse du taux d'activité à 47,3%. En parallèle, l'économie nationale a créé 74 mille postes d'emplois, dont 52 mille dans l'agriculture. Le taux de chômage a, en conséquence, augmenté de 0,2 point pour s'établir à 9,3%.
11. Au plan des comptes extérieurs, le déficit commercial des biens s'est creusé de 4% sur les huit premiers mois de l'année, résultat essentiellement d'un alourdissement de 30,2% de la facture énergétique. En revanche, après une importante hausse en 2016, les achats de biens d'équipement ont accusé un léger repli, ramenant ainsi la progression des importations à 5,5%. En parallèle, le rythme des exportations s'est accéléré à 6,7%, soutenu par un raffermissement des expéditions des produits agricoles et agro-alimentaires, ainsi que par une reprise des ventes de phosphates et dérivés, alors que celles de la construction automobile a reculé de 1%. S'agissant des autres principales rubriques du compte courant, les recettes de voyages se sont renforcées de 4,9% et les transferts des MRE ont augmenté de 2,7%. Dans ces conditions, et en supposant une entrée de dons du CCG de 8 milliards de dirhams en 2017 et en 2018, le déficit du compte courant devrait s'atténuer de 4,4% du PIB à 3,9% en 2017 et s'établir à 4% en 2018. Sur la base d'une entrée d'IDE d'un montant équivalent à 3,2% du PIB en 2017 et 3,6% en 2018, les réserves de change devraient s'établir à un montant équivalent à 5 mois et 22 jours d'importations de biens et services à fin 2017 et à 5 mois et 25 jours au terme de 2018.

- 
12. Pour ce qui est des conditions monétaires, elles se sont assouplies au deuxième trimestre, avec une baisse de 22 points de base des taux débiteurs et une dépréciation du taux de change effectif réel, en lien avec l'appréciation de l'euro et une inflation domestique plus faible globalement que celle des pays partenaires et concurrents. Dans ce contexte, le crédit bancaire au secteur non financier a enregistré une hausse de 4,3% au terme des sept premiers mois de l'année et devrait continuer à se renforcer graduellement pour terminer l'année sur une croissance de 4,5% et progresser de 5% en 2018.

 13. Pour ce qui est des finances publiques, l'exécution budgétaire des huit premiers mois de l'année s'est soldée par un déficit de 26,1 milliards de dirhams, en allégement de 4,7 milliards comparativement à la même période de 2016. Les recettes ordinaires ont augmenté de 5,7%, reflétant une amélioration des rentrées fiscales, et les dépenses globales se sont accrues de 1,6%, recouvrant notamment une hausse de la charge de compensation et une baisse des charges en intérêts de la dette et de l'investissement. Tenant compte de ces évolutions, le déficit budgétaire devrait avoisiner 3,5% du PIB en 2017 et 3,2% en 2018.

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du deuxième trimestre 2017, le rythme de l'activité économique mondiale a poursuivi son amélioration, particulièrement au niveau des pays avancés. La croissance a progressé de 2,0% au premier trimestre à 2,3% dans la zone euro, de 2% à 2,2% aux Etats-Unis et de 1,4% à 1,6% au Japon. En revanche, au Royaume-Uni, dans un contexte marqué par les incertitudes liées au Brexit et les risques de tensions inflationnistes, la croissance a ralenti de 2% à 1,7%. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée à 6,9% en Chine, à 5,6% en Inde, et a enregistré sa première hausse de 0,3% au Brésil depuis le deuxième trimestre 2014. De même, en Russie, l'orientation favorable de l'activité s'est confirmée au deuxième trimestre avec une hausse de la croissance à 2,5% après 0,5% un trimestre auparavant.

Sur le marché du travail, le taux de chômage a légèrement augmenté en août à 4,4% aux Etats-Unis, avec une création de 156.000 postes d'emplois. Dans la zone euro, ce taux s'est stabilisé à 9,1% en juillet, avec des évolutions différentes d'un pays à l'autre. Il a ainsi diminué de 3,8% à 3,7% en Allemagne, stagné à 17,1% en Espagne et augmenté de 9,6% à 9,8% en France et de 11,2% à 11,3% en Italie.

Sur les marchés boursiers, les données des principaux pays avancés indiquent des performances entre juillet et août de 1,6% pour le Dow Jones et de 0,2% pour le FTSE 100, ainsi que des baisses de 1,9% pour le NIKKEI 225 et de 0,9% pour l'EUROSTOXX. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 2,8%, avec notamment des hausses des indices de la Chine, de la Turquie et de l'Inde.

Sur les marchés de la dette souveraine, les taux de rendement des bons à 10 ans des pays avancés ont été globalement en baisse entre juillet et août, revenant de 0,5% à 0,3% pour l'Allemagne, de 0,8% à 0,7% pour la France, de 1,6% à 1,5% pour l'Espagne et de 2,2% à 2% pour l'Italie. Pour sa part, le taux des bons du Trésor américain a reculé de 2,3% à 2,2%.

Au niveau des marchés de change, l'euro s'est apprécié de 2,5% par rapport au dollar entre juillet et août à 1,18 dollar, de 2,9% contre la livre sterling et de 0,1% vis-à-vis du yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le real brésilien, la lire turque et le yuan chinois se sont appréciés de 1,5% par rapport au dollar et la roupie indienne de 0,7%. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré entre juillet et août une légère décélération de 3,6% à 3,5% aux Etats-Unis et est passé de 2,3% en juin à 2,2% en juillet dans la zone euro.

Sur les marchés des matières premières, le prix du pétrole s'est établi à 50,1 \$ le baril en moyenne en août, en hausse de 4,6% par rapport à juillet et en recul de 7,2% depuis le premier mois de l'année. Cette évolution serait le résultat d'une baisse plus accentuée des stocks du pétrole aux Etats-Unis et refléterait également la décision des pays de l'OPEP et des pays non-membres de prolonger pour neuf mois l'accord sur la réduction de la production. Pour les produits hors énergie, l'indice Dow Jones-UBS s'est raffermi de 4,3% en glissement annuel. Le prix du blé dur, quoiqu'en hausse de 14,7% en glissement annuel, a marqué un repli de 15,5% d'un mois à l'autre. En revanche, les cours des phosphates et dérivés ont accusé des replis annuels de 22,5% pour le brut, de 1,4% pour le Chlorure de Potassium, de 1,1% pour le TSP et de 0,6% pour le DAP.

Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro se serait accélérée à 1,5% en août après 1,3% un mois auparavant, et aux Etats-Unis, elle est passée de 1,7% à 1,9%.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé en septembre de maintenir inchangé le taux des opérations principales de refinancement à 0%, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir que ces taux resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats d'actifs. Ces derniers continueraient au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. De même, la FED a décidé lors de sa réunion de septembre de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux entre 1% et 1,25%. Elle a précisé que l'orientation de la politique monétaire reste accommodante favorisant davantage d'amélioration des conditions sur le marché du travail et un retour soutenu de l'inflation à sa cible. La FED a annoncé qu'elle va entamer la mise en œuvre de son programme de normalisation de son bilan en octobre 2017 selon les modalités publiées en juin.

Au plan national, les données des comptes extérieurs relatives aux huit premiers mois de l'année indiquent un creusement de 4% du déficit commercial et une amélioration de 0,6% point de pourcentage du taux de couverture à 55,3%. Les importations ont augmenté de 5,5% à 284,8 milliards, résultat principalement d'une hausse de 30,2% de la facture énergétique à 44,9 milliards, alors que les achats des biens d'équipement ont reculé de 0,6%, après avoir marqué une importante hausse sur la même période de 2016. Pour ce qui est des exportations, elles ont progressé de 6,7 %, traduisant la bonne tenue des ventes des secteurs de l'« Agriculture et agro-alimentaire » et des « phosphates et dérivés », les ventes de la construction automobile, ayant, en revanche, marqué un léger recul de 1%. Pour les autres principales rubriques du compte courant, le rythme des transferts MRE s'est limité à 2,7%, alors que les recettes voyages ont progressé de 4,9%. Tenant compte également d'une entrée d'IDE de 21,2 milliards de dirhams, ainsi que des achats des banques en devises pour des besoins de couverture, les réserves internationales nettes se sont situées à 217,3 milliards à fin août, soit l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

Cette évolution s'est reflétée sur la situation de la liquidité bancaire, le déficit s'étant creusé à 73,9 milliards de dirhams à fin août. Bank Al-Maghrib a ainsi ajusté le volume de ses injections, le portant à 74,7 milliards, permettant ainsi de maintenir le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire très proche du taux directeur. Néanmoins, les conditions monétaires ont connu un net assouplissement au deuxième trimestre avec une dépréciation du taux de change effectif réel et une baisse des taux débiteurs. Dans ce contexte, le crédit au secteur non financier a poursuivi son amélioration avec une croissance de 4,3% à fin juillet. Tenant compte également de la baisse des réserves de change et de la quasi-stagnation de la progression des créances sur l'Administration Centrale, l'agrégat M3 s'est accru de 5,3% au deuxième trimestre contre 6% au premier trimestre.

Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire sur les 7 premiers mois de l'année ressort en ligne avec la programmation de la Loi de Finances. Le déficit budgétaire s'est établi à 18,3 milliards après 26,6 milliards sur la même période de 2016, résultat principalement d'une amélioration des recettes. Celles-ci ont progressé de 4,7%, traduisant une amélioration des rentrées fiscales, avec notamment une hausse de 18,8% du produit de l'IS et de 6,8% de celui de la TVA. En parallèle, les dépenses globales se sont accrues de 0,4%, recouvrant notamment un

accroissement de 40,7% de la charge de compensation à 9,2 milliards et des transferts aux collectivités territoriales, ainsi qu'une baisse de 3% de l'investissement. Compte tenu de la réduction de 5,9 milliards des arriérés de paiements, le déficit de caisse s'est établi à 24,2 milliards, en allègement de 1,4% par rapport à la même période de 2016. Ce besoin ainsi que le flux net extérieur négatif de 5 milliards, ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 29,2 milliards.

Au plan des comptes nationaux, après un taux de 3,8% au premier trimestre, la croissance se serait accélérée à 4,9% au deuxième trimestre. Cette évolution serait le résultat d'un rebond de 15,7% de la valeur ajoutée agricole, et d'une progression de 3,4% de la valeur ajoutée non agricole. Cette amélioration reflèterait notamment une accélération du rythme d'accroissement de la consommation finale des ménages à la faveur notamment de l'amélioration des revenus agricoles. L'investissement, pour sa part, aurait ralenti comme l'indique notamment la baisse du rythme des importations de biens d'équipement, maintenant toutefois sa contribution positive à la croissance, alors que celle de la demande extérieure nette aurait été quasi-nulle.

Sur le marché du travail, la situation a été caractérisée au deuxième trimestre par une création de 74 mille emplois, dont 52 mille dans l'agriculture, 19 mille dans les services et 7 mille dans le BTP, l'industrie ayant en revanche accusé une perte de 4 mille postes. Tenant compte également d'une entrée nette de 107 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage a enregistré une légère hausse passant de 9,1% à 9,3% au niveau national et de 13,4% à 14% en milieu urbain.

Sur le marché immobilier, les prix ont enregistré une baisse de 1,3% d'un trimestre à l'autre, la première depuis le troisième trimestre 2015. En parallèle, les transactions ont progressé de 0,8%, traduisant notamment la hausse de 4,9% des ventes d'appartements. Sur le marché boursier, après la baisse de 2,3% au premier trimestre, le MASI s'est inscrit en hausse, portant sa performance annuelle à fin août à 6,5%. Pour sa part, le PER a augmenté à 21,4 en août contre 18,9 à fin 2016. Pour ce qui est des transactions, leur volume sur le marché central s'est chiffré à 3,4 milliards en moyenne sur les huit premiers mois de l'année contre 2,5 milliards sur la même période de l'année précédente.

En ce qui concerne l'évolution des prix, l'inflation a ralenti de 1,3% au premier trimestre 2017 à 0,3% au second trimestre avant de reculer à 0,1% en moyenne en juillet et août. Cette dernière évolution est imputable à l'accentuation du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils, en relation principalement avec le reflux des prix des fruits frais. Elle traduit également, et dans une moindre mesure, le ralentissement de 1,5% à 1,2% de l'inflation sous-jacente et l'atténuation de la hausse des prix des carburants et lubrifiants de 6,3% à 3,5%. En revanche, les prix des produits réglementés ont augmenté de 1% après 0,6% suite aux modifications apportées aux prix des tabacs dans le cadre de l'homologation de leurs prix.

En termes de perspectives, l'activité économique mondiale devrait continuer à se raffermir. La croissance devrait se consolider dans la zone euro, passant de 1,7% en 2016 à 2% en 2017 avant de revenir à 1,5% en 2018 sous l'effet notamment du Brexit. Aux Etats-Unis, après un taux de 1,6% en 2016, elle devrait atteindre 2,1% en 2017 et 2,3% en 2018, en relation avec l'amélioration de la demande intérieure. Dans ces conditions, le taux de chômage devrait s'établir à 9,3% en 2017 et à 9,7% en 2018 dans la zone euro et à 4,5% et 4,7% respectivement aux

Etats-Unis. Dans les principaux pays émergents, après la Russie, le Brésil devrait également sortir de la récession, alors qu'en Chine, la décélération de la croissance devrait se poursuivre mais à un rythme plus lent, à la faveur des mesures de soutien budgétaire.

Sur les marchés des matières premières, les cours des produits alimentaires devraient s'inscrire sur une tendance haussière, plus prononcée que prévu en juin, reflétant les effets négatifs attendus des conditions climatiques défavorables sur l'offre, notamment de blé. En revanche, après s'être établi à 42,8 \$/bl en moyenne en 2016, le prix du pétrole devrait avoisiner 50 \$/bl en 2017 et en 2018, en lien avec l'amélioration des perspectives de croissance mondiale et la décision de prolongation de l'accord sur la réduction de la production. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, et sous l'effet notamment des surplus des capacités de production, les cours devraient s'établir à des niveaux relativement bas. Ils se situeraient à 360 \$/mt en 2017 et à 366 \$/mt en 2018 pour le DAP et à 100 \$/mt et 102 \$/mt respectivement pour le phosphate roche.

Dans ces conditions, l'inflation devrait s'accroître de 0,3% en 2016 à 1,5% en 2017 dans la zone euro et de 1,3% à 2% aux Etats-Unis avant de s'établir à 1,4% et 1,9% en 2018 respectivement.

Au plan national, le déficit du compte courant devrait s'atténuer à moyen terme. Il devrait revenir de 4,4% du PIB en 2016 à 3,9% en 2017 et s'établir à 4% en 2018. En dépit de la hausse prévue de la facture énergétique, les importations devraient ralentir à moyen terme, sous l'effet en grande partie de la baisse du rythme de progression de biens d'équipement. En parallèle, le rythme d'accroissement des exportations devrait s'accroître en lien avec l'amélioration de la croissance dans la zone euro et la reprise des ventes des phosphates. L'amélioration du compte courant suppose également une entrée annuelle de 8 milliards au titre des dons des pays du CCG. Dans ces conditions et sous l'hypothèse de la poursuite d'afflux d'IDE comparables à ceux observés au cours de ces dernières années, et tenant compte des achats par les banques pour des besoins de couverture, la prévision des RIN a été revue à 230 milliards à fin 2017 et à 234 milliards au terme de 2018, soient l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

Le déficit de liquidité devrait s'accroître de 14,7 milliards en 2016 en moyenne à 46,8 milliards à fin 2017 et à 53,9 milliards à fin 2018. En dépit de ce creusement, les conditions monétaires devraient rester accommodantes à moyen terme, résultat d'une dépréciation du taux de change effectif réel sur l'horizon de prévision. Dans ces conditions, et tenant compte de la trajectoire de la croissance à moyen terme, le crédit bancaire au secteur non financier devrait augmenter de 4,5% en 2017 et de 5% en 2018, prévisions inchangées par rapport à celles du mois de juin.

Au niveau des finances publiques, l'ajustement budgétaire devrait reprendre. Le déficit budgétaire devrait ainsi s'atténuer de 4,1% du PIB en 2016 à 3,5% en 2017 et à 3,2% en 2018. Cette orientation suppose la poursuite de la mobilisation des recettes qui devraient enregistrer une nette amélioration à moyen terme. En parallèle, les efforts de maîtrise des dépenses relatives au personnel et aux acquisitions de biens et services devraient se poursuivre, tandis que la charge de compensation devrait marquer une hausse en 2017, avant de reculer en 2018, en ligne avec l'évolution des prix des produits pétroliers sur le marché international. Quant à l'investissement, il devrait se maintenir à un niveau élevé représentant près de 6% du PIB.

Sur le plan des comptes nationaux, après un taux de 1,2% en 2016, la croissance devrait connaître un net rebond à 4,3% en 2017 avant de revenir à 3,1% en 2018, prévisions quasi-inchangées par rapport à celles de juin. La valeur ajoutée agricole devrait progresser de 14,7% en 2017, avant de reculer de 1% en 2018, alors que les activités non agricoles devraient s'inscrire en amélioration à moyen terme avec des hausses du PIB non agricole de 3,0% en 2017 et de 3,6% en 2018.

Dans ces conditions, l'inflation sous-jacente devrait s'inscrire sur une tendance haussière passant de 0,8% en 2016 à 1,4% en 2017 et à 1,6% en 2018. Tenant compte également des autres composantes de l'IPC, notamment les produits alimentaires à prix volatils dont les prix devraient marquer une nette baisse en 2017, l'inflation devrait revenir de 1,6% en 2016 à 0,6% en 2017, avant de s'accélérer à 1,3% en 2018.

Plusieurs risques entourent le scénario central de prévision de la croissance avec une balance de risque globalement équilibrée. Une croissance plus vigoureuse dans la zone euro en liaison avec la poursuite de l'assouplissement monétaire, l'atténuation des risques liés aux politiques eurosceptiques ainsi qu'un impact moins prononcé du Brexit pourraient impacter positivement la croissance nationale. En revanche, les tensions géopolitiques, les incertitudes autour des politiques de l'administration américaine, les turbulences financières pouvant émaner d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire de la FED ainsi que les risques liés aux fragilités financières notamment en Chine et dans certains pays européens pourraient engendrer des effets négatifs sur la demande étrangère adressée au Maroc.

En ce qui concerne la prévision de l'inflation, une hausse plus importante que prévu des prix internationaux du pétrole ou des produits alimentaires de base pourrait engendrer des pressions à la hausse sur l'inflation.

بنك المغرب
بنك المغرب

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Au cours du deuxième trimestre, l'économie mondiale s'est inscrite sur un sentier favorable, particulièrement au niveau des pays avancés. A l'exception du Royaume-Uni où la croissance a ralenti, le rythme de l'activité économique s'est amélioré aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon. Quant aux pays émergents et en développement, les comptes nationaux du deuxième trimestre indiquent une stagnation de la croissance en Chine et en Inde, un raffermissement de l'activité en Russie, ainsi qu'une première hausse du PIB au Brésil depuis le second trimestre 2014. Au niveau du marché de l'emploi, le taux de chômage a légèrement augmenté en août aux Etats-Unis avec une création d'emplois en baisse par rapport au mois précédent, et s'est stabilisé en juillet dans la zone euro. S'agissant des marchés financiers, ils ont été marqués au cours du mois d'août par une détente quasi-générale des taux de rendement souverains et par l'appréciation de l'euro vis-à-vis des autres principales devises. Par ailleurs, les cours des matières premières, notamment énergétiques, se sont orientés à la hausse, tirés principalement par des incertitudes entourant l'offre. Cette évolution a contribué à l'accélération de l'inflation, en particulier aux Etats-Unis et dans la zone euro. Dans l'ensemble, ces évolutions laissent indiquer la modération des tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, la croissance a enregistré au deuxième trimestre une hausse à 2,2% en glissement annuel après 2% un trimestre auparavant. Cette amélioration reflète en particulier celle de la consommation des ménages, de l'investissement non résidentiel et des exportations. De même, la croissance a progressé dans la zone euro de 2% à 2,3% avec des hausses respectives de 1,9% à 2,1% en Allemagne, de 1,1% à 1,8% en France, de 1,3% à 1,5% en Italie et de 3% à 3,1% en Espagne.

Dans le même sens, au Japon, après s'être établie à 1,4% au premier trimestre, la croissance s'est raffermie à 1,6% en glissement annuel, en liaison en grande partie avec la hausse de la consommation des ménages.

En revanche, au Royaume-Uni, dans un contexte qui reste marqué par les incertitudes autour du Brexit et des risques de tensions inflationnistes, la croissance a ralenti à 1,7% au deuxième trimestre contre 2% le trimestre précédent.

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

	2015		2016		2017			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Pays avancés								
Etats-Unis	2,4	2,0	1,4	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2
Zone euro	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,9	2,0	2,3
France	0,8	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	1,1	1,8
Allemagne	1,8	1,3	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1
Italie	0,7	1,0	1,1	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5
Espagne	3,4	3,6	3,4	3,4	3,2	3,0	3,0	3,1
Royaume-Uni	1,9	1,7	1,6	1,7	2,0	1,9	2,0	1,7
Japon	2,0	1,1	0,5	0,9	1,0	1,7	1,4	1,6
Pays émergents								
Chine	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9
Inde	8,2	7,3	8,7	7,6	6,8	6,7	5,6	5,6
Brésil	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9	-2,5	-0,4	0,3
Turquie	5,8	7,5	4,8	4,9	-0,8	4,2	5,2	5,1
Russie	-2,7	-3,2	-0,4	-0,5	-0,4	0,3	0,5	2,5

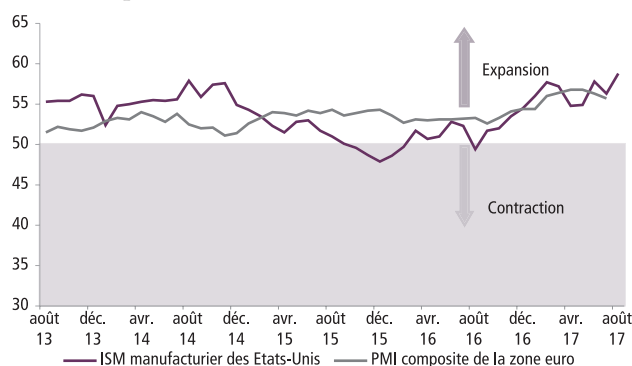
Source : Thomson Reuters Eikon.

Dans les pays émergents et en développement, la croissance au deuxième trimestre a stagné en Chine à 6,9% en glissement annuel. De même en Inde, elle s'est stabilisée à 5,6%, en liaison toujours avec les conséquences de la démonétisation. Pour les autres pays émergents, la croissance au Brésil a enregistré au deuxième trimestre sa première hausse depuis le deuxième trimestre 2014, pour s'établir à 0,3% après

-0,4% le trimestre précédent. En Russie, l'orientation favorable de l'activité s'est confirmée au deuxième trimestre avec une hausse de la croissance à 2,5% après 0,5% un trimestre auparavant.

S'agissant des indicateurs à haute fréquence, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a marqué en août une hausse passant de 56,3 points à 58,8 points. Pour la zone euro, les données disponibles pour l'indice PMI composite indiquent une baisse à 55,7 points en juillet après 56,3 points le mois précédent.

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



1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a légèrement progressé en août pour s'établir à 4,4%, avec une création de 156.000 postes d'emplois après 189.000 en juillet. Dans la zone euro, il s'est stabilisé à 9,1% en juillet, recouvrant une diminution de 3,8% à 3,7% en Allemagne, une stagnation à 17,1% en Espagne et une hausse de 9,6% à 9,8% en France et de 11,2% à 11,3% en Italie. Au Royaume-Uni, les chiffres de mai indiquent une stagnation du taux à 4,4%.

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

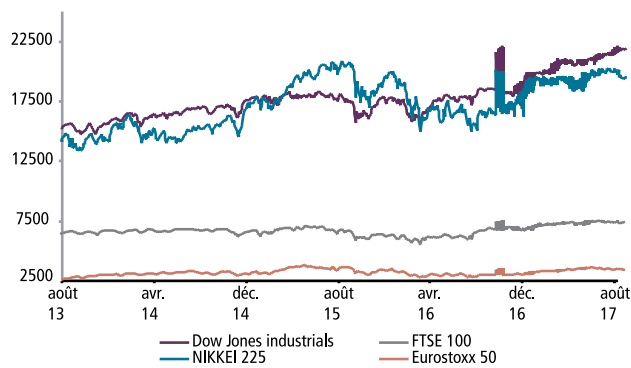
	2015	2016	2017		
			juin	juil.	août
Etats-Unis	5,3	4,9	4,4	4,3	4,4
Zone euro	10,9	10	9,1	9,1	n.d
France	10,4	10,1	9,6	9,8	n.d
Italie	11,9	11,7	11,2	11,3	n.d
Allemagne	4,6	4,1	3,8	3,7	n.d
Espagne	22,1	19,6	17,1	17,1	n.d
Royaume-Uni	5,3	4,8	n.d	n.d	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

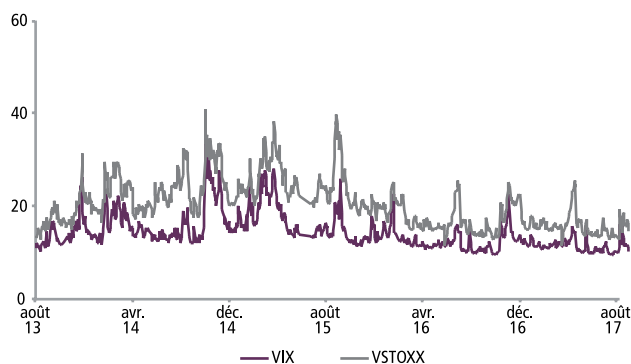
1.2 Conditions monétaires et financières

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont été marqués entre juillet et août par des hausses de 1,6% pour le Dow Jones et de 0,2% pour le FTSE 100, ainsi que par des baisses de 1,9% pour le NIKKEI 225 et de 0,9% pour l'Eurostoxx. Quant à la volatilité, elle a augmenté durant le mois d'août, le VIX étant passé de 10,3 à 11,9 points de base et le VSTOXX de 14 à 15,6 points de base.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 2,8%, traduisant notamment des hausses de 6% de l'indice de la Chine, de 4,9% de celui de la Turquie et de 1,4% de celui de l'Inde.

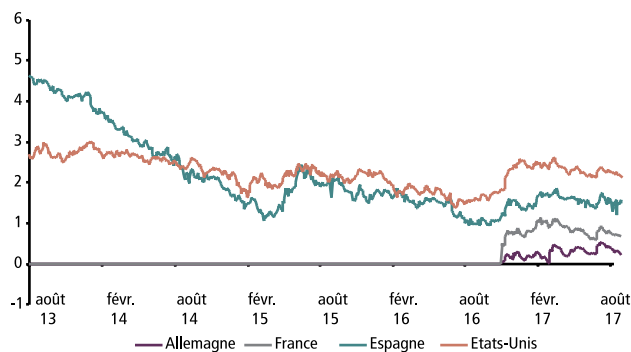
Concernant les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans dans les économies avancées a enregistré globalement des baisses entre juillet et août.

Ainsi, il a diminué de 0,5% à 0,3% pour l'Allemagne, de 0,8% à 0,7% pour la France, de 1,6% à 1,5% pour l'Espagne et de 2,2% à 2% pour l'Italie. En revanche, ce taux a augmenté de 5,3% à 5,4% pour la Grèce. Pour sa part, le taux des bons du Trésor américain a reculé de 2,3% à 2,2%.

S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement à 10 ans a marqué une baisse de 10% à 9,8% pour le Brésil, et a légèrement augmenté de 3,6% à 3,7% pour la Chine. Ce taux s'est stabilisé à 10,4% et 6,5% respectivement pour la Turquie et l'Inde

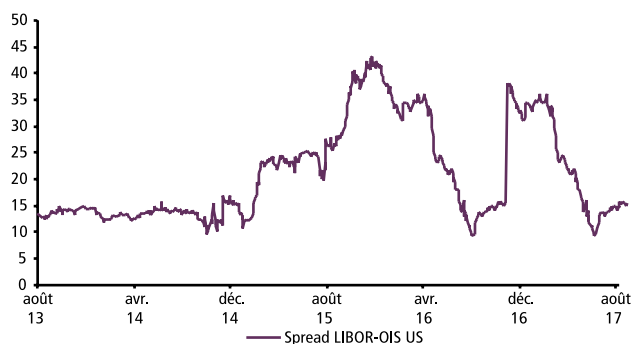
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a stagné entre juillet et août à -0,33% et le Libor de même maturité à 1,3%. Le spread Libor-OIS dollar, quant à lui, a marqué une hausse passant de 14,2 à 15,2 points de base. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré entre juillet et août une légère décélération de 3,6% à 3,5% aux Etats-Unis et il est passé entre juin et juillet de 2,3% à 2,2% dans la zone euro.

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



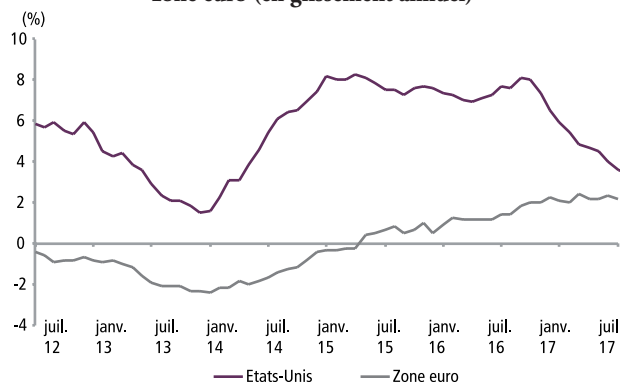
Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.5: Evolution du Spread Libor-OIS



Source : Thomson Reuters Eikon.

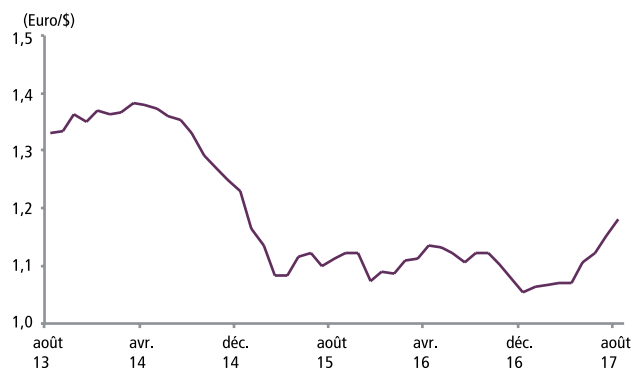
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié de 2,5% par rapport au dollar entre juillet et août, s'établissant à 1,18 dollar. De même, il s'est apprécié de 2,9% contre la livre sterling et de 0,1% vis-à-vis du yen japonais. Quant à l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien, la lire turque et le yuan chinois se sont appréciés de 1,5% et la roupie indienne de 0,7%.

Graphique 1.7 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Dans ce contexte, les Banques centrales des principaux pays avancés ont gardé inchangé leurs taux. La FED a décidé lors de sa réunion de septembre de maintenir la fourchette cible de son taux directeur entre 1% et 1,25% et ce, compte tenu des conditions actuelles et attendues au niveau du marché du travail et de l'inflation. Elle a indiqué que l'orientation de la politique monétaire reste accommodante favorisant davantage l'amélioration des conditions du marché du travail et un retour soutenu de l'inflation à sa cible. Elle a également

annoncé qu'elle démarrera en octobre le programme de normalisation de son bilan décrit lors de sa réunion de juin 2017.

De même, la BCE a décidé le 07 septembre de maintenir inchangé le taux directeur à 0%, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir que ces taux resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, elle a confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà si nécessaire et, en tout cas, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. En outre, elle a précisé que si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, elle se tient prête à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

De son côté, la Banque d'Angleterre a décidé le 14 septembre de garder inchangé son taux directeur à 0,25%. Elle a également décidé de maintenir le stock d'achats d'obligations notées « investment-grade » d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling et celui des achats d'obligations du gouvernement britannique à 435 milliards de livres sterling.

Concernant les pays émergents, la Banque centrale du Brésil a décidé le 6 septembre de réduire son taux directeur d'un point de pourcentage à 8,25%, tout en indiquant que l'ensemble des indicateurs d'activité économique font ressortir une reprise progressive de l'économie brésilienne. De même, la Banque de Réserve de l'Inde a abaissé le 2 août son taux de 6,25% à 6%. La Banque centrale de Russie a également décidé le 15 septembre de réduire son taux directeur de 50

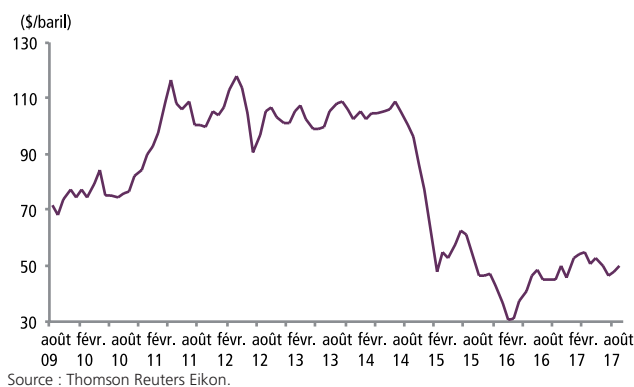
points de base à 8,50% tout en signalant que l'inflation est proche du niveau cible de 4% et que la reprise économique se poursuit.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

L'accentuation de la baisse des stocks du pétrole aux Etats-Unis suite à l'ouragan Harvey qui a touché les infrastructures pétrolières ainsi que la prolongation pour 9 mois¹ de l'accord de réduction de l'offre pétrolière de l'OPEP et des pays non-membres ont porté le prix du pétrole² à 50,1 dollars le baril en moyenne en août, soit en hausse de 4,6% par rapport à juillet et de 10,7% en glissement annuel.

Graphique 1.8 : Cours mondial du Brent en dollar



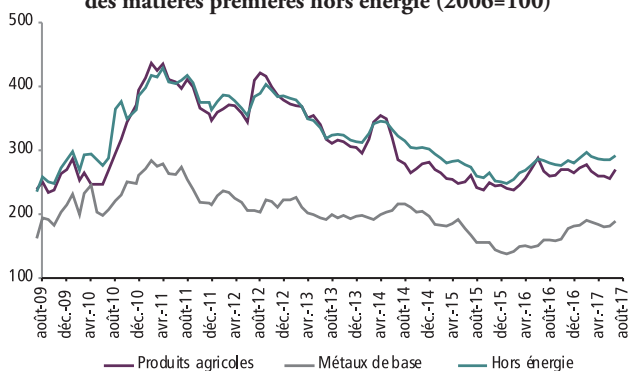
1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Le renchérissement a concerné également les produits hors énergie, l'indice Dow Jones-UBS y afférent s'étant raffermi en août de 4,3% en glissement annuel. Cette évolution recouvre d'une part, une forte progression de 28,3% des cours des métaux de base et d'autre part, la diminution de 1,7% de l'indice des prix des produits agricoles.

¹ A partir de juillet 2017

² La moyenne du prix du Brent du Royaume-Uni, de Dubai Fateh et du West Texas Intermediate (WTI)

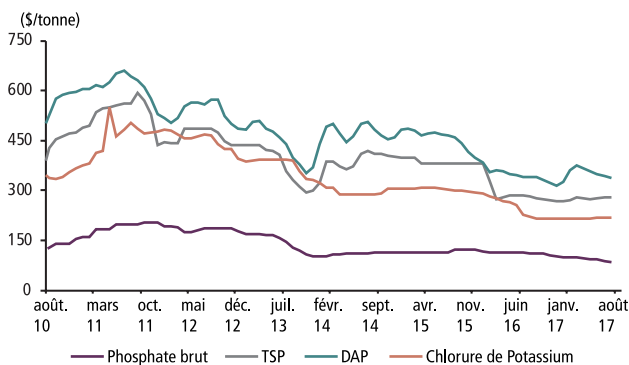
Graphique 1.9 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (2006=100)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur le marché mondial des phosphates et dérivés, le cours du brut a accusé une baisse de 2,3% à 86 dollars la tonne entre les mois de juillet et août. De même, les prix du DAP et du Chlorure de Potassium se sont repliés de 1,5% et 0,5%, s'établissant ainsi à 338 dollars la tonne et à 217 dollars la tonne respectivement. A l'opposé, l'Urée s'est renchéri de 7,6% à 199 dollars la tonne, alors que le cours du TSP a stagné à 280 dollars la tonne. En glissement annuel, les cours ont accusé des replis de 22,5% pour le Phosphate brut, de 1,4% pour le Chlorure de Potassium, de 1,1% pour le TSP et de 0,6% pour le DAP. En revanche, le prix de l'Urée a enregistré une hausse de 9,3%. Le prix du blé dur, quoiqu'en hausse de 14,7% en glissement annuel, a marqué un repli de 15,5% d'un mois à l'autre.

Graphique 1.10 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés

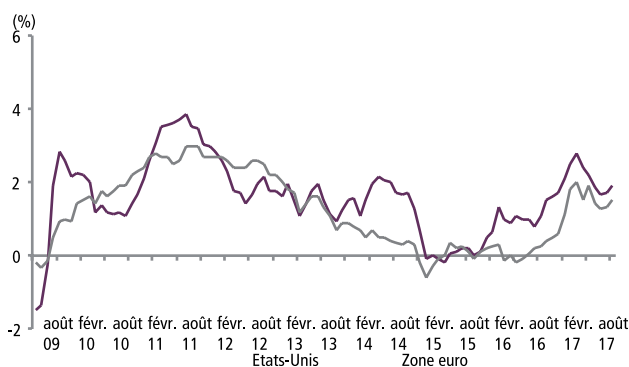


Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation dans le monde

Dans la zone euro, le taux d'inflation est passé de 1,3% à 1,5% en août, reflétant ainsi des hausses de 1,5% à 1,8% en Allemagne, de 0,8% à 1% en France, de 1,7% à 2% en Espagne et de 1,2% à 1,4% en Italie. Pour ce qui est des autres principaux pays avancés, l'inflation s'est inscrite en hausse aux Etats-Unis et au Royaume-Uni à respectivement 1,9% et 2,9% en août. Quant au Japon, les dernières données disponibles font ressortir une légère progression de l'inflation en juillet à 0,5%. Au niveau des principaux pays émergents, la hausse des prix s'est accélérée en août à 1,8% en Chine et à 3,4% en Inde. En revanche, elle a reculé à 3,3% en Russie et à 2,5% au Brésil.

Graphique 1.11 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Eurostat. et BLS

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

	2015	2016	2016/2017		
			juin	juil.	août
Etats-Unis	0,1	1,3	1,6	1,7	1,9
Zone Euro	0,0	0,2	1,3	1,3	1,5
Allemagne	0,1	0,4	1,5	1,5	1,8
France	0,1	0,3	0,8	0,8	1,0
Espagne	-0,5	-0,2	1,6	1,7	2,0
Italie	0,1	-0,1	1,2	1,2	1,4
Royaume-Uni	0,1	0,6	2,6	2,6	2,9
Japon	0,8	-0,1	0,3	0,5	n.d.

Source : Thomson Reuters Eikon et FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Au terme du premier semestre 2017, le rythme de progression des exportations s'est raffermi avec une hausse de 7%, résultat principalement de la bonne tenue des ventes des secteurs d'« Agriculture et agro-alimentaire » et de « phosphates et dérivés ». Pour ce qui est des importations, elles ont enregistré un accroissement de 7,4%, tiré principalement par une hausse de la facture énergétique. Le solde commercial s'est ainsi, aggravé de 6,9 milliards à 93,8 milliards, ramenant le taux de couverture à 57%. Quant aux transferts des MRE et recettes de voyages, ils se sont quasiment stabilisés à leur niveau de la même période de 2016. Au plan financier, compte tenu d'une entrée d'IDE de 17,5 milliards de dirhams et des sorties au titre des investissements des marocains à l'étranger de 5,9 milliards, les réserves internationales nettes à fin juin se sont significativement contractées à 205,7 milliards, soit l'équivalent de 5 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations au cours des six premiers mois de 2017, est attribuable en grande partie à une hausse de 9,6% des ventes du secteur de l'agriculture et de l'agro-alimentaire. De même, les exportations des phosphates et dérivés se sont accrues de 8,4% à 21,3 milliards. Par produit, les exportations des dérivés de phosphates ont augmenté de 7,6% et celles de phosphates bruts ont progressé de 11,9%, reflétant essentiellement une hausse des quantités expédiées.

Quant aux ventes du secteur d'automobile et celles du secteur de textile et cuir, elles ont légèrement progressé de 2,3% et de 2,1% respectivement.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

Secteurs	juin-17	juin-16	Variations	
			En valeur	En %
Exportation (FAB)	124 093	115 974	8 119	7,0
Automobile	29 771	29 110	661	2,3
Agriculture et Agro-alimentaire	28 435	25 949	2 486	9,6
Phosphates et dérivés	21 302	19 647	1 655	8,4
Textile et Cuir	18 772	18 392	380	2,1
Aéronautique	5 073	4 556	517	11,3
Electronique	4 658	4 388	270	6,2
Industrie pharmaceutique	599	557	42	7,5
Autres	15 483	13 375	2 108	15,8

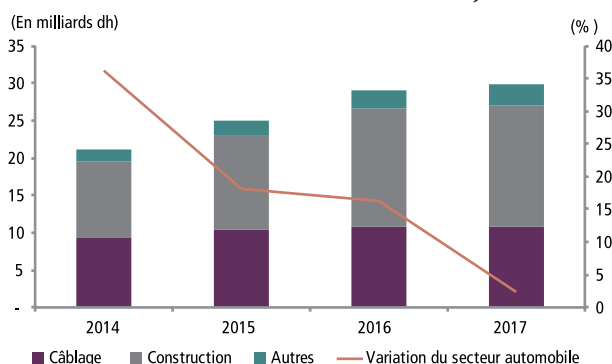
Source : Office des changes.

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

	juin 2017/juin 2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	11,9	41,9	-21,1
Engrais naturels et chimiques	22,2	30,9	-6,6
Acide phosphorique	-15,5	-2,2	-13,6

Source : Office des changes.

Graphique 2.1 : Ventilation des exportations du secteur automobile entre 2014 et 2017, à fin juin



Source : Office des changes.

2.1.2 Importations

La hausse des importations traduit principalement un accroissement de 36,2% de la facture énergétique à 33,6 milliards avec des hausses de 47% pour le gazoil et fuel et de 28,1% pour le gaz de pétrole, tirées principalement par l'augmentation des prix.

Pour leur part, les acquisitions de biens d'équipement, après avoir marqué une hausse de 13% en 2016, se sont accrues de 5,8% à 57,8 milliards, avec notamment un accroissement de 35,5% des achats de machines et appareils divers. Pour les autres importations, celles des biens de consommation ont augmenté de 2,5% et celles de demi-produits de 2,2%, alors que les achats de produits alimentaires sont restés quasi-stables à 23,3 milliards, résultat notamment de la baisse des acquisitions de blé et de la hausse de celles de sucre et de maïs.

Ainsi, le déficit commercial s'est élevé à 93,8 milliards de dirhams en creusement de 8% en glissement annuel ou 6,9 milliards et le taux de couverture est revenu de 57,2% à 57% à fin juin 2017.

Tableau 2.3 : Evolution des importations

Groupe de produits	juin 2017	juin 2016	Variations	
			En valeur	En %
Importations (CAF)	217 859	202 803	15 056	7,4
Produits énergétiques	33 578	24 657	8 921	36,2
Biens d'équipement	57 808	54 636	3 172	5,8
Produits bruts	10 041	9 240	801	8,7
Produits finis de consommation	44 506	43 437	1 069	2,5
Demi produits	48 575	47 525	1 050	2,2
Produits alimentaires	23 269	23 285	-16	-0,1

Source : Office des changes

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

	juin 2017/juin 2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	-16,3	-26,3	13,6
Gas-oils et fuel-oils	47,0	10,5	33,0
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	28,1	-1,6	30,3
Soufres bruts et non raffinés	-12,6	1,4	-13,8

Source : Office des changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, les recettes de voyages se sont quasiment stabilisées à 26,3 milliards, alors que les dépenses au même titre se sont accrues de 20,1% pour s'établir à 7,8 milliards. S'agissant du service transport, les recettes ont progressé de 6,1% et les dépenses ont enregistré une hausse de 19,6%. En somme, la balance des services s'est soldée par un excédent de 27 milliards de dirhams, en baisse de 7,1% par rapport au même semestre de 2016.

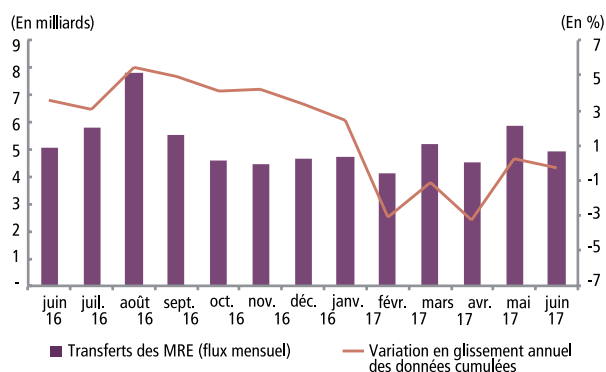
Pour ce qui est des transferts des MRE, après une hausse de 4,7% sur les six premiers mois de 2016, ils se sont stabilisés à 29,3 milliards de dirhams.

Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services

(En millions de DH)	juin 2017	juin 2016	Evolution	
			En valeur	En %
Importations	44 012	41 107	2 905	7,1
Service de transport	18 228	15 246	2 982	19,6
Voyages	7 847	6 534	1 313	20,1
Exportations	71 008	70 161	847	1,2
Service de transport	13 215	12 450	765	6,1
Voyages	26 327	26 468	-141	-0,5
Solde	26 996	29 054	-2 058	-7,1

Source : Office des changes.

Graphique 2.2 : Evolution des transferts MRE (cumul en glissement annuel)



Source : Office des changes.

2.3 Compte financier

Le flux net d'IDE a marqué une progression de 2,4 milliards de dirhams, reflétant essentiellement une baisse de 2,5 milliards des désinvestissements. Celui des investissements des marocains à l'étranger a augmenté de 5,7 milliards, en lien avec la hausse de leurs investissements à l'extérieur de 5,9 milliards de dirhams. Compte tenu de ces évolutions et de celles des autres opérations financières, l'encours des réserves internationales nettes s'est contracté de 14,7% en glissement annuel à 205,7 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

Les données à fin août indiquent une baisse de 0,6% des importations de biens d'équipement et un déficit commercial en creusement de 4%, au lieu de 8% à fin juin. Les recettes voyages ont affiché une hausse de 4,9%, tandis que la progression des transferts MRE s'est limitée à 2,7%. Tenant compte également d'un flux net d'investissements directs étrangers de 17,7 milliards de dirhams et des achats de devises par les banques pour leurs besoins de couverture, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 217,3 milliards de dirhams, assurant la couverture de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre 2017, les conditions monétaires se sont assouplies, résultat d'une dépréciation du taux de change effectif réel et d'une baisse des taux débiteurs. Dans ce contexte, le rythme d'accroissement du crédit au secteur non financier a poursuivi son amélioration, reflétant notamment une accélération des prêts aux entreprises privées. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les réserves internationales nettes ont accusé une baisse, marquant ainsi une rupture avec la tendance haussière entamée depuis juin 2013, et les créances nettes sur l'administration centrale ont connu une hausse quasi-similaire à celle observée le trimestre précédent. Au total, le rythme d'accroissement de la masse monétaire a ralenti de 6% au premier trimestre 2017 à 5,3% au deuxième trimestre et l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif.

Sur les marchés des actifs, les prix de l'immobilier ont enregistré au deuxième trimestre une baisse de 1,3% en glissement trimestriel, la première depuis le troisième trimestre 2015. Ce recul a concerné toutes les catégories d'actifs. En parallèle, les transactions ont progressé de 0,8%, traduisant notamment une hausse des ventes d'appartements. Sur le marché boursier, après avoir diminué de 2,3% au premier trimestre, le MASI s'est accru de 5,6% au deuxième trimestre, portant sa performance depuis le début de l'année à 3,2%. Les transactions pour leur part, se sont établies à 14,5 milliards en moyenne sur les deux premiers trimestres de 2017, niveau supérieur à celui de 9,9 milliards enregistré sur la même période de l'année précédente.

Au total, les évolutions récentes des conditions monétaires et financières ne laissent pas présager de pressions inflationnistes.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

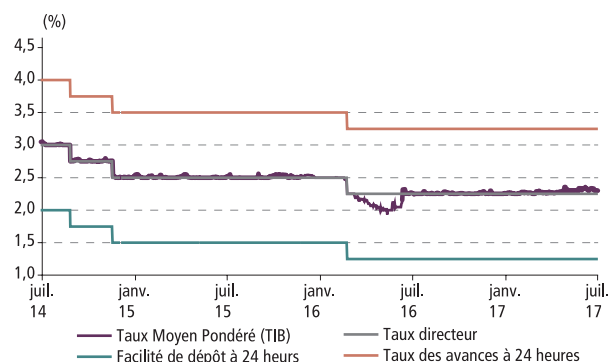
Au cours du deuxième trimestre 2017, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 34,9 milliards de dirhams en moyenne, reflétant essentiellement la baisse des réserves de change. Ainsi, Bank Al-Maghrib a relevé le montant de ses injections à 36,3 milliards, dont notamment 30,1 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 4,5 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles relatives aux mois de juillet et août indiquent un creusement du déficit de liquidité à 68,5 milliards en moyenne.

Dans ce contexte, le taux interbancaire a légèrement augmenté à 2,29% au deuxième trimestre et à 2,31% en moyenne durant les mois de juillet et août. Sur le marché des bons du Trésor, les émissions au deuxième trimestre ont été effectuées avec des taux en légère

baisse pour les maturités courtes et moyennes. Sur le marché secondaire, le même profil d'évolution a été globalement observé pour les maturités courtes et moyennes tandis qu'à long terme, les taux se sont orientés à la hausse. En juillet, les taux ont connu globalement une légère hausse.

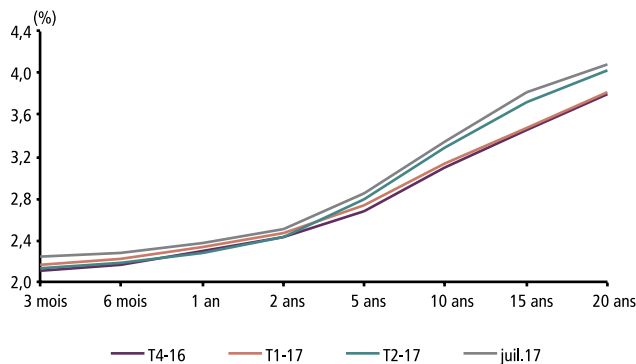
Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



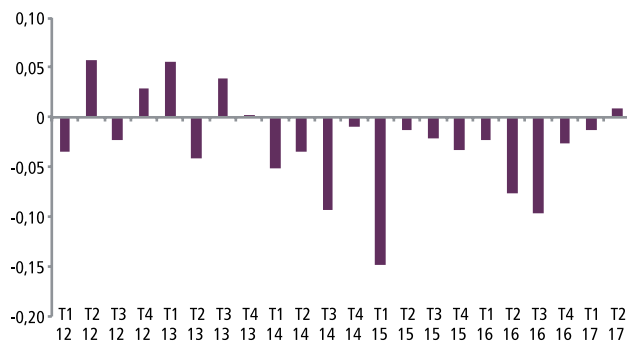
Source : BAM.

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

	2015		2016				2017		juil.
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
52 semaines	2,60	2,60	2,57	1,93	2,33	2,30	2,32	2,26	-
2 ans	2,74	2,80	2,63	2,05	2,48	2,44	2,52	2,41	2,50
5 ans	3,17	3,14	2,92	2,30	2,71	2,69	2,83	2,78	2,84
10 ans	3,39	3,61	3,48	2,87	3,22	3,08	3,27	3,27	-
15 ans	4,06	4,05	3,77	3,22	-	-	3,87	3,87	3,88

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

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt n'ont pas connu de variations significatives par rapport au trimestre précédent. Concernant les taux créditeurs, le taux de rémunération des dépôts à un an a connu une baisse de 10 points de base au deuxième trimestre à 3,10% et celui des dépôts à 6 mois a diminué de 5 points à 2,80%. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques reste proche de son niveau observé durant les deux derniers trimestres.

Graphique 3.3: Variation du coût de financement des banques

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

Pour ce qui est des taux débiteurs, le taux moyen pondéré a diminué de 22 points de base au deuxième trimestre 2017 à 5,26%. Cette évolution traduit principalement un recul de 24 points des taux assortissant les prêts aux entreprises avec notamment une diminution de 25 points pour les facilités de trésorerie. Pour leur part, les taux appliqués sur les crédits aux particuliers ont accusé un repli de 12 points, suite à la baisse des taux assortissant les prêts à l'habitat.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2015		2016				2017	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	5,67	5,49	5,55	5,25	5,08	5,17	5,48	5,26
Entreprises	5,60	5,42	5,44	5,15	4,98	5,08	5,41	5,17
Crédits de trésorerie	5,61	5,44	5,38	5,11	4,94	5,19	5,44	5,19
Crédits à l'équipement	5,34	4,74	5,50	4,94	4,87	4,40	4,76	4,87
Crédits immobiliers	6,31	6,28	6,33	6,10	5,73	5,69	5,86	5,78
Particuliers	6,11	6,14	6,02	5,72	5,78	5,71	5,88	5,76
Crédits immobiliers	5,19	5,17	5,00	4,96	4,94	4,83	4,88	4,75
Crédits à la consommation	7,08	7,12	6,91	6,63	6,64	6,64	6,71	6,67
Entrepreneurs individuels	8,33	8,45	7,93	7,54	6,89	7,44	8,08	7,82

Source : BAM.

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

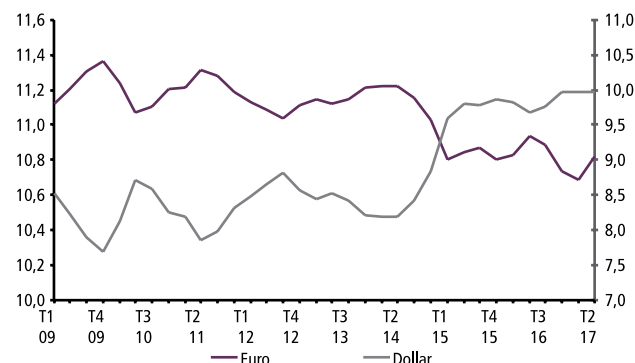
	2015				2016				2017	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
6 mois	3,64	3,60	3,56	3,46	3,31	3,18	2,94	2,90	2,86	2,80
12 mois	3,85	3,83	3,74	3,78	3,67	3,55	3,33	3,30	3,20	3,10

3.1.2 Taux de change

Au cours du deuxième trimestre 2017, l'euro s'est apprécié de 3,3% par rapport au dollar américain, s'établissant à 1,10. Ainsi, la monnaie nationale s'est dépréciée de 1,29% vis-à-vis de l'euro et s'est appréciée de 1,97% face au dollar américain. Par rapport aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 4,24% contre le réal brésilien et de 1,52% face au yuan chinois. En revanche, il s'est déprécié de 1,91% vis-à-vis de la roupie indienne et de 1,34% par rapport à la livre turque. Par conséquent, le taux de change effectif s'est déprécié de 0,4% en termes

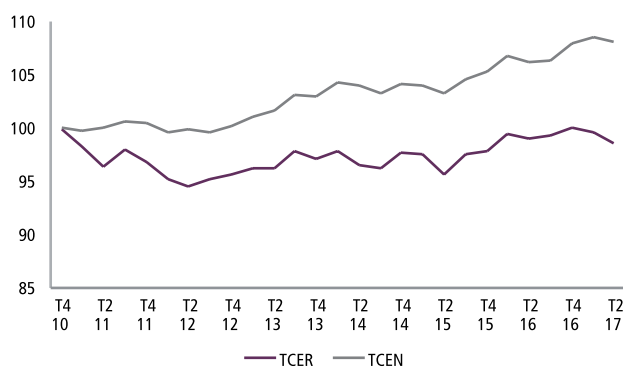
nominaux et de 1,1% en termes réels, résultat d'une inflation au Maroc globalement inférieure à celle des pays partenaires et concurrents.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



Source : BAM

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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

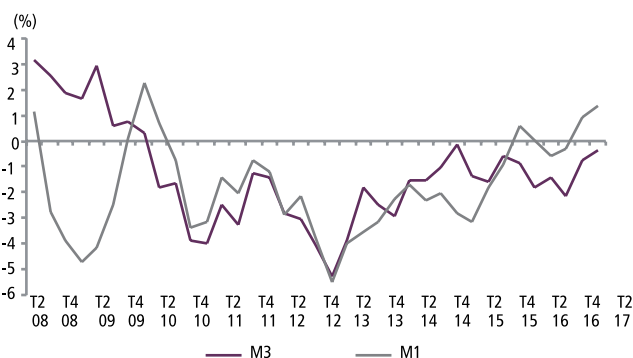
Sur le marché de change, le volume des ventes des banques à la clientèle a enregistré une hausse de 17,1% pour les opérations au comptant et de 87% pour celles à terme pour s'établir respectivement à 27,5 milliards et à 13 milliards. Parallèlement, les achats se sont accrus de 6,8% à 22,7 milliards pour les transactions au comptant et de 18% pour celles à terme à 4,6 milliards. Quant aux opérations des banques avec Bank Al-Maghrib, les achats se sont élevés en moyenne à 14,9 milliards de dirhams contre 1,8 milliard au premier trimestre. Dans ces conditions, la position nette de change des banques ressort à 1,6 milliard à fin juin après -6,5 milliards à fin mars. Cette dernière a connu une amélioration importante durant les derniers mois pour s'établir à 3,5 milliards à fin juillet et à 6,9 milliards à fin août.

3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression annuel de la masse monétaire est revenu de 6% au premier trimestre à 5,3% au deuxième trimestre. L'analyse des composantes de M3 indique une décélération de 8,2% à 7,6% des dépôts à vue, reflétant un ralentissement de 45,2% à 32,9% de ceux du secteur public et de 6,8% à 5,8% de ceux des entreprises privées, le rythme d'accroissement des ménages étant resté quasi-stable à 6,9%. De même, le taux de croissance des titres OPCVM monétaires est revenu de 16,5% à 2,3% et celui des dépôts en devises de 9,5% à 1,2%. En revanche, les dépôts à terme ont connu une diminution de 7,3% après celle de 9,1%, traduisant l'atténuation des baisses de 40,5% à 3,8% de ceux des entreprises publiques et de 22% à 16,8% de ceux des entreprises privées. Quant à la monnaie fiduciaire, sa progression s'est accélérée de 5,7% à 6,6%.

Par contreparties, l'évolution de M3 reflète une baisse de 6,3% des réserves internationales nettes après une hausse de 6,9% le trimestre précédent. En revanche, le taux d'accroissement du crédit bancaire s'est accéléré de 4,2% à 5,5% et celui des créances nettes sur l'administration centrale est resté quasiment inchangé à 10,1%.

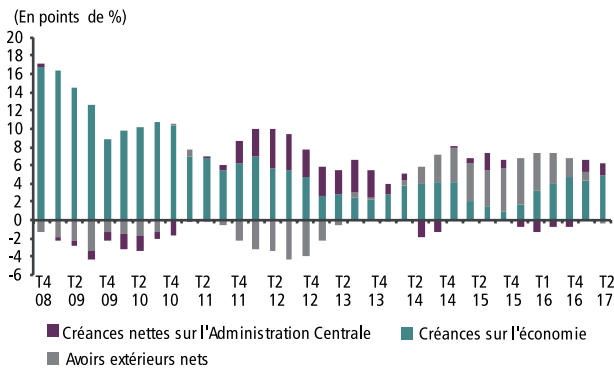
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

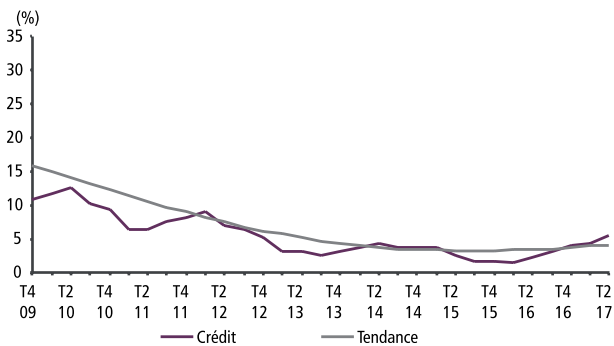
Source : BAM.

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



Source : BAM.

Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Pour le crédit destiné au secteur non financier en particulier, son rythme s'est accéléré de 3% au premier trimestre à 3,6% au deuxième trimestre, traduisant une accélération aussi bien de ceux accordés aux entreprises privées qu'aux entrepreneurs individuels.

Ces évolutions ont été observées dans un contexte marqué par une amélioration des conditions d'offre aux agents non financiers. Selon les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al-Maghrib au deuxième trimestre 2017, cet assouplissement serait lié à la concurrence entre les banques et se serait traduit par une baisse des taux et des exigences en matière des garanties. Pour sa part, la demande aurait connu une stagnation comparativement au trimestre précédent.

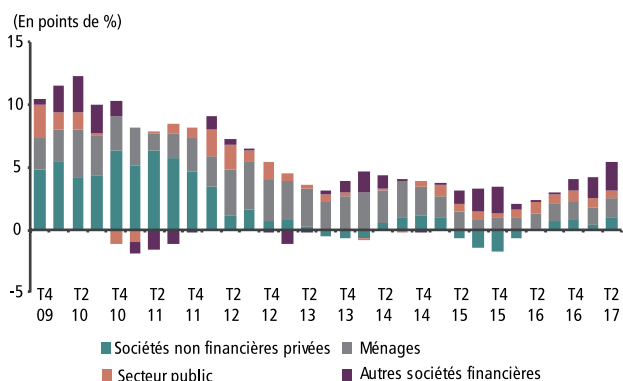
Ainsi, l'encours des crédits aux entreprises privées a augmenté de 2,6% contre 0,9%, reflétant une accélération de 2,3% à 4,7% du rythme d'accroissement des crédits à l'équipement et une atténuation de la baisse de 4,7% à 0,2% des facilités de trésorerie, ceux destinés à la promotion immobilière ayant toutefois vu leur rythme de progression ralentir de 4% à 2,8%. De même, les crédits accordés aux entrepreneurs individuels ont poursuivi leur amélioration, avec une progression de 5,6% contre 5% observée au premier trimestre 2017. Cette évolution recouvre une atténuation de la baisse de 10,7% à 6,9% des crédits destinés à la promotion immobilière et une décélération de 44% à 30,1% de ceux à l'équipement.

Quant aux concours aux entreprises publiques, ils ont vu leur croissance revenir de 12,6% à 7,7%, résultat du ralentissement de 8,2% à 6,8% pour les crédits à l'équipement et de 29,6% à 5,9% pour les facilités de trésorerie.

Par branche d'activité, l'amélioration des crédits aux entreprises reflète principalement un accroissement de 0,6% des crédits destinés aux « Industries manufacturières » et de 3,9% de ceux à la branche « Electricité, gaz et eau », après des baisses respectives de 2,2% et 1,2%. De même, les prêts destinés aux branches « Transports et communications » et aux « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » ont enregistré des hausses de 10% et 5% respectivement contre 5% et 2,1% un trimestre auparavant.

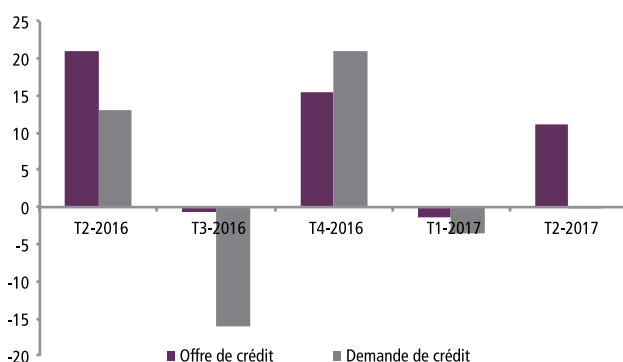
Pour ce qui est des prêts aux particuliers, leur rythme d'accroissement est demeuré quasi-inchangé à 4%. En particulier, les prêts à l'habitat ont vu leur rythme se stabiliser à 4,6% et ceux à la consommation ont décéléré de 4,6% à 3,6%.

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



Quant aux créances en souffrance, leur hausse s'est limitée à 3,3% au lieu de 6,9% le trimestre précédent, traduisant une baisse de 1,9% de celles des entreprises non financières privées après une augmentation de 7,2% alors que celles des ménages ont augmenté de 11,3% contre 5,2%. Ainsi, le ratio des créances en souffrance au crédit bancaire est revenu de 7,8% à 7,6%.

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

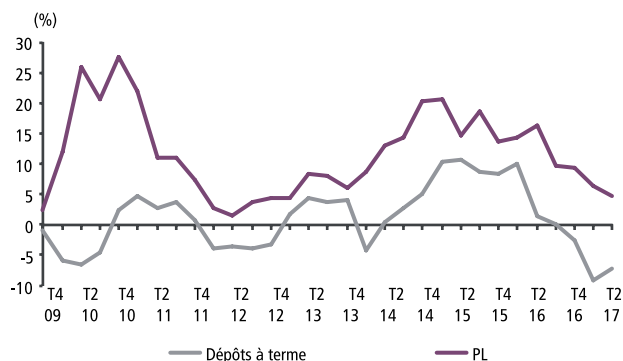


Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet 2017, indiquent une poursuite de l'amélioration du crédit bancaire, avec une hausse de 5,8% après 5,5% au deuxième trimestre. Celui destiné au secteur non financier s'est accéléré à 4,3% résultat des hausses de 5,1% des prêts aux entreprises et de 4,2% de ceux alloués aux particuliers.

S'agissant des prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire², leur progression s'est établie à 5,3% après celle de 7,6% au cours des trois premiers mois de l'année 2017. Cette évolution reflète des décélérations de 6,4% à 5,1% du rythme des crédits distribués par les sociétés de financement et de 20,7% à 10% de celui des prêts octroyés par les banques offshores.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur rythme de progression est revenu de 6,3% à 4,6% au deuxième trimestre, résultat principalement de la décélération de 5,3% à 4% du taux d'accroissement des bons du Trésor. De même, les titres des OPCVM obligataires ont ralenti de 2,7% à 1,1% et ceux des OPCVM actions et diversifiés de 40,7% à 33,9%.

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



3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

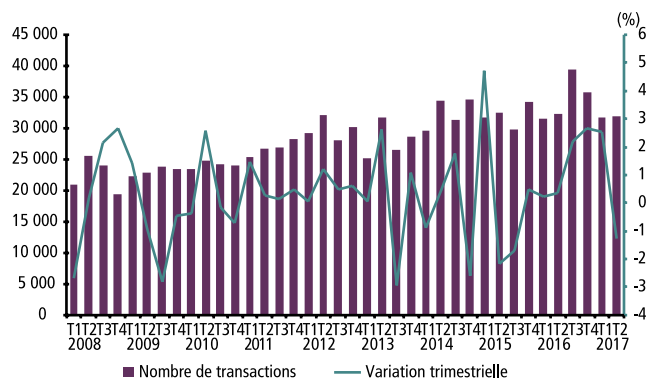
Au deuxième trimestre de l'année, l'indice des prix des actifs immobiliers a rompu avec sa tendance haussière entamée depuis le deuxième trimestre de 2015, accusant un recul de 1,3% en glissement trimestriel. Cette baisse a concerné toutes les catégories d'actifs, avec des diminutions de 0,5% pour les appartements, de 0,8% pour le foncier et de 4,7% pour les locaux à usage commercial.

² Il s'agit des prêts octroyés par les sociétés de financement, les banques off-shore et les AMC.

Dans ces conditions, le nombre de transactions a progressé de 0,8% après les deux baisses enregistrées les deux trimestres précédents. Cette augmentation traduit la hausse de 4,9% des ventes d'appartements. En revanche, le nombre de transactions portant sur les terrains et les locaux commerciaux a de nouveau diminué avec des taux respectifs de 5,7% et 11,2%.

Au niveau des principales villes, à l'exception de Marrakech et Casablanca où les prix ont quasi-stagné, l'indice des prix a baissé dans la majorité des autres grandes villes avec des taux allant de 2,7% à Agadir à 4,2% à Rabat. Quant au nombre de transactions, il a connu des évolutions différenciées d'une ville à une autre, avec des hausses allant de 4% à Casablanca à 21,5% à Rabat, et des baisses variant entre 6,4% à Fès et 12% à El Jadida.

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



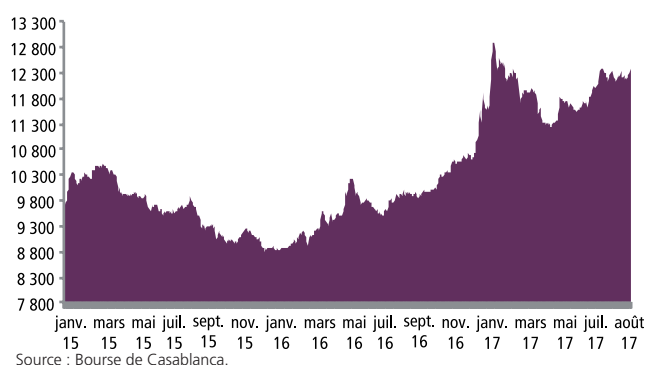
Source : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

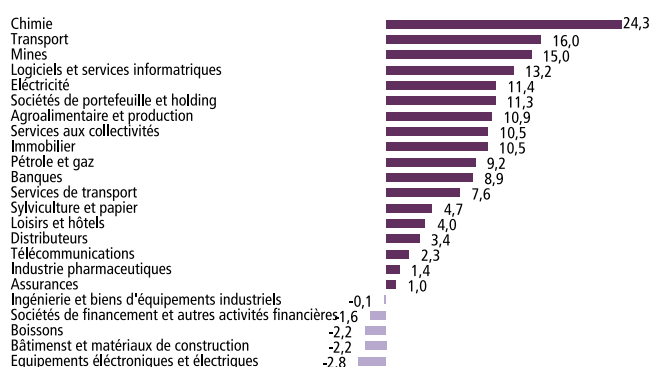
Après la diminution de 2,3% au premier trimestre 2017, le MASI a rebondi de 5,6% au deuxième trimestre de l'année.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels au deuxième trimestre 2017 (En %)



Source : Bourse de Casablanca

Cette performance est attribuable principalement à la hausse de 8,9% de l'indice du secteur bancaire après la baisse de 5,1% un trimestre auparavant. Pour les autres principaux secteurs, les indices ont connu des augmentations de 10,9% pour l'« agroalimentaire », de 10,5% pour l'« immobilier », de 2,3% pour les « télécommunications » et une baisse de 2,2% pour les « bâtiments et matériaux de construction ».

S'agissant du volume des transactions, il s'est établi à 14,5 milliards en moyenne sur les deux premiers trimestres de 2017, niveau supérieur à celui de 9,9 milliards enregistré sur la même période de l'année précédente. En particulier sur le marché central, le volume des transactions s'est situé à 11 milliards sur le premier semestre de 2017 contre 7,9 milliards sur les deux premiers trimestres de 2016.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 605,4 milliards de dirhams, en hausse de 5,4% par rapport au premier trimestre et de 3,8% par rapport à la fin de l'année 2016.

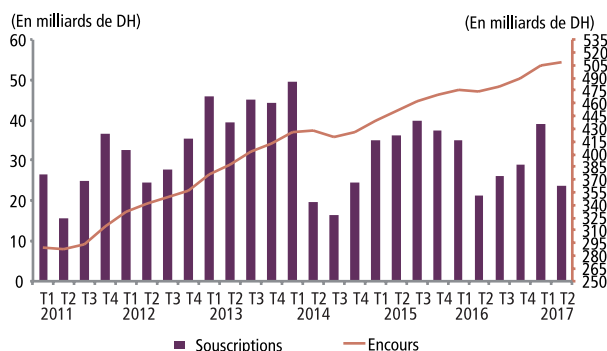
Les données récentes à fin août indiquent une progression de 1,6% du MASI et un volume de transactions de 4 milliards en moyenne entre juillet et août.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les levées du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 23,9 milliards au deuxième trimestre 2017, contre 39 milliards au premier trimestre. Elles ont porté à hauteur de 77% sur des maturités moyennes et ont été effectuées à des taux en légère baisse.

Au cours du mois juillet, les émissions du Trésor se sont établies à 6,5 milliards et ont porté à hauteur de 95% sur des maturités moyennes. Tenant compte d'un montant de remboursements de 5,9 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est situé à 509,8 milliards à fin juillet, en augmentation de 4% par rapport à fin décembre.

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



Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont chiffrées à 24,9 milliards de dirhams après 12,8 milliards

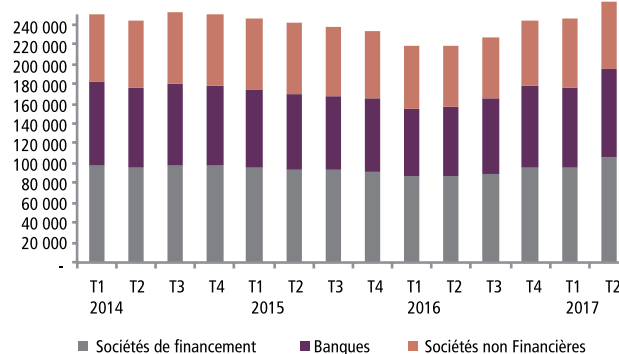
au premier trimestre 2017 et ont été effectuées en grande partie sous forme de certificats de dépôt. En effet, les émissions de ces dernières ont atteint 13,1 milliards contre 2,1 milliards pour les bons de sociétés de financement. Ces levées ont été réalisées avec des taux en légère baisse.

En ce qui concerne les levées des entreprises non financières, elles se sont limitées à 4,3 milliards de dirhams après 6,5 milliards au premier trimestre, dont 2,2 milliards émis sur le marché des billets de trésorerie. Ces émissions ont été effectuées avec des taux globalement en légère baisse.

En juillet 2017, les émissions des titres de dette privée ont concerné les titres de créances négociables avec un montant de 3,1 milliards dont 2,5 milliards sous forme de certificats de dépôts. Elles ont été effectuées principalement sur des maturités moyennes à des taux en légère diminution par rapport au mois précédent. Les levées de billets de trésorerie ressortent à 625 millions, alors qu'aucune émission obligataire n'a été réalisée.

Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée, dominé à hauteur de 63,4% par les obligations, s'est établi en juillet à 171,3 milliards, en accroissement de 6% par rapport à fin décembre 2016.

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

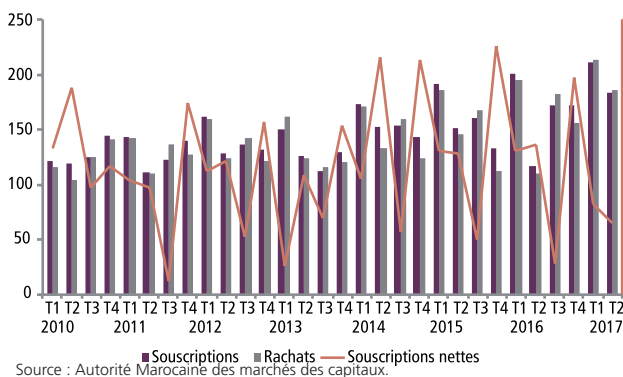


Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au deuxième trimestre 2017, les souscriptions aux titres des OPCVM ont atteint 183,9 milliards de dirhams et les rachats 185,4 milliards, soit une décollecte nette de 4,6 milliards. Tenant compte d'une appréciation de 3% de l'indice de performance, l'actif net des OPCVM s'est établi à 386 milliards de dirhams à fin août, en hausse de 2,8% par rapport à fin décembre. Par catégorie de fonds, l'actif net des OPCVM actions a enregistré une progression de 30,8% contre 2,5% pour les OPCVM obligations à court terme et 2,3% pour ceux à moyen et long termes. L'actif des OPCVM monétaires pour sa part, a diminué de 12%.

Graphique 3.17: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM, (en milliards de dirhams)



4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au titre des sept premiers mois de 2017, l'exécution des dépenses a été globalement en ligne avec la programmation de la loi de finances, avec toutefois des évolutions différenciées par rubriques. Les dépenses d'investissement et d'intérêts de la dette intérieure ont affiché des rythmes relativement rapides, alors que les autres biens et services ont été exécutés à une faible cadence. Du côté des recettes, celles fiscales ont été quasiment en ligne, tirées par la performance de l'impôt sur les sociétés qui a couvert le faible rythme de réalisation de la TVA à l'intérieur et des droits de douane, alors que les recettes non fiscales ont été en baisse, tirées par la diminution des dons en provenance du CCG.

Comparativement aux sept premiers mois de 2016, l'exécution budgétaire continue à afficher une évolution globalement favorable, faisant ressortir un déficit en atténuation de 8,3 milliards à 18,3 milliards. Cette évolution est le résultat d'une progression des recettes plus importante que celle des dépenses, ainsi que l'amélioration du solde positif des comptes spéciaux du Trésor.

Les ressources ordinaires ont progressé de 4,7%, recouvrant une amélioration des rentrées fiscales et une diminution de celles non fiscales. Les impôts directs ont augmenté de 10,5%, reflétant principalement la hausse du produit de l'IS. Les recettes des impôts indirects ont également progressé, bien qu'à un rythme moindre, à la faveur de l'évolution positive du produit de la TVA. En regard, les dépenses globales se sont accrues de 0,4%, recouvrant un accroissement de la charge de compensation et des transferts aux collectivités territoriales, ainsi qu'une baisse de l'investissement, des dépenses de biens et services et des intérêts de la dette. De son côté, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif à 6 milliards, en amélioration de 2,6 milliards.

Compte tenu de la réduction des arriérés de paiements d'un montant de 5,9 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 24,2 milliards, en atténuation de 1,4% par rapport à la même période de 2016. Ce besoin ainsi que le flux net extérieur négatif de 5 milliards, ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 29,2 milliards. Par conséquent, l'encours de la dette publique directe aurait progressé de 2% par rapport à son niveau à fin décembre 2016. Quant aux coûts de financement sur le marché des bons du Trésor, les taux moyens pondérés ont légèrement augmenté en moyenne durant les sept premiers mois de 2017 par rapport à la même période de 2016.

4.1 Recettes ordinaires

A fin juillet 2017, les recettes ordinaires se sont améliorées de 4,7% à 144,8 milliards, recouvrant un repli des rentrées non fiscales de 18,7% à 10,4 milliards et une progression du produit fiscal de 7,1% à 132,9 milliards. L'évolution de ce dernier reflète principalement le renforcement des rentrées des impôts directs et de la TVA.

Ainsi, le produit des impôts directs a augmenté de 10,5% à 55,6 milliards, en liaison principalement avec l'accroissement de 18,8% des recettes de l'IS à 30,4 milliards. Les recettes de l'IR ont progressé de 1,8% à 23,9 milliards, incorporant toutefois une baisse de 6,7% des recettes de l'IR sur les profits immobiliers à

2,4 milliards et de 8,1% de celles de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel à 4,8 milliards.

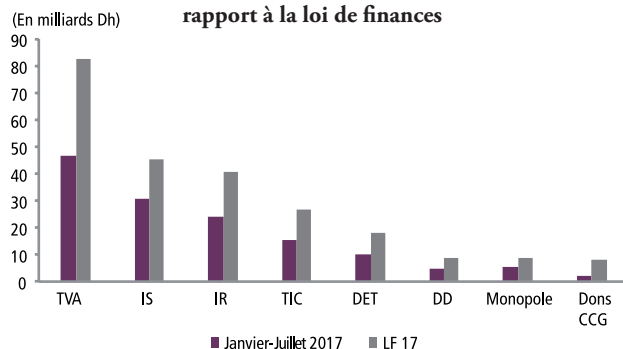
Pour leur part, les impôts indirects ont enregistré une augmentation de 6,1% à 61,8 milliards, reflétant essentiellement la hausse de 6,8% des rentrées de la TVA à 46,6 milliards. Le produit de la TVA à l'intérieur a progressé de 10,6% à 16,9 milliards, tenant compte du remboursement d'un montant de 4 milliards contre 5 milliards à fin juillet 2016. De même, les recettes de la TVA à l'importation ont augmenté de 4,8% à 29,6 milliards, avec un accroissement de 22,6% de la TVA sur les produits énergétiques et de 2,3% de celle sur les autres produits.

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

	Janv. juil. 2016	Janv. juil. 2017	Var en %	LF 2017	Réalisation par rapport à LF (%)
Recettes ordinaires	138,3	144,8	4,7	251,4	57,6
Recettes fiscales	124,1	132,9	7,1	225,8	58,8
- Impôts directs	50,3	55,6	10,5	89,4	62,2
Dont I.S	25,6	30,4	18,8	45,6	66,8
I.R	23,5	23,9	1,8	40,9	58,5
- Impôts indirects	58,3	61,8	6,1	109,4	56,5
TVA*	43,6	46,6	6,8	82,8	56,2
TIC	14,7	15,3	3,9	26,6	57,4
- Droits de douane	5,4	5,1	-6,2	8,9	56,9
- Enregistrement & timbre	10,1	10,3	2,5	18,1	57,3
Recettes non fiscales*	12,8	10,4	-18,7	22,3	46,7
- Monopoles	5,3	5,2	-3,7	9,1	56,8
- Autres recettes	7,4	5,3	-29,4	13,2	39,7
dont Dons CCG	2,6	1,9	-25,2	8,0	24,1
Recettes des CST	1,4	1,6	10,5	3,3	47,3

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

La TIC a, pour sa part, drainé un total de 15,3 milliards, en augmentation de 3,9%. Ce résultat provient notamment de la hausse de 4,5% à 9 milliards des recettes de la TIC sur les produits énergétiques et de 1,8% à 5,4 milliards de celle sur les tabacs. Pour leur part, les rentrées des droits de douane ont reculé de 6,2% à 5,1 milliards, alors que les droits d'enregistrement et de timbre ont procuré une recette de 10,3 milliards, en amélioration de 2,5%.

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

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

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

Les recettes non fiscales se sont établies à 10,4 milliards, en baisse de 18,7%. Cette évolution reflète les diminutions de 25,2% des dons du CCG à 1,9 milliard, contre une prévision de 8 milliards dans la loi de finances, de 78,8% des recettes en atténuation de dépenses de la dette à 368 millions et de 3,7% des transferts au titre des monopoles à 5,2 milliards. Ces derniers proviennent principalement de Maroc Télécom à hauteur de 1,4 milliard, de l'OCP pour 1,3 milliard, de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière pour un milliard et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 386 millions.

4.2 Dépenses publiques

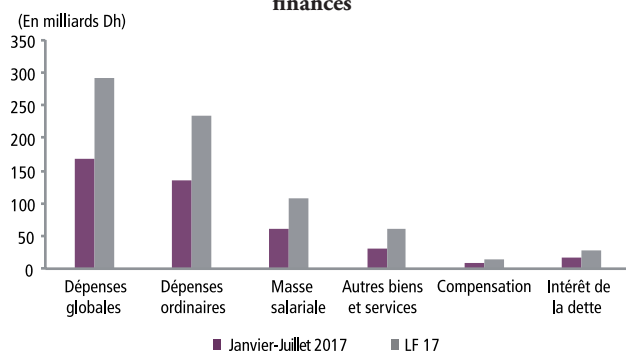
Les dépenses globales ont connu une légère progression de 0,4% à 169,1 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre l'accroissement de 1,4% à 134,4 milliards des dépenses ordinaires et le repli de 3% des investissements à 34,6 milliards. Les dépenses de biens et services ont diminué de 0,9% à 93,4 milliards, consécutivement à la régression de 0,2% de la masse salariale à 61,5 milliards et de 2,4% de la rubrique des autres biens et services à 31,9 milliards. Cette dernière incorpore l'augmentation de 7,5% des transferts au profit de la Caisse Marocaine des Retraites à 7,2 milliards de dirhams, les versements aux divers établissements publics et aux comptes spéciaux du Trésor ayant accusé des baisses de 10,4% et de 50%, respectivement.

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

	Janv. juil. 2016	Janv. juil. 2017	Variation En %	LF 2017	Réalisation par rapport à LF (%)
Dépenses globales	168,3	169,1	0,4	290,4	58,2
Dépenses ordinaires	132,6	134,4	1,4	234,8	57,3
Biens et services	94,3	93,4	-0,9	167,8	55,6
Personnel	61,6	61,5	-0,2	106,7	57,6
Autres biens et services	32,7	31,9	-2,4	61,1	52,2
Intérêt de la dette	18,7	17,8	-4,6	27,5	64,9
Compensation	6,6	9,2	40,7	14,7	63,1
Transferts aux CT	13,1	14,0	6,8	24,9	56,2
Investissement	35,7	34,6	-3,0	55,6	62,3

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

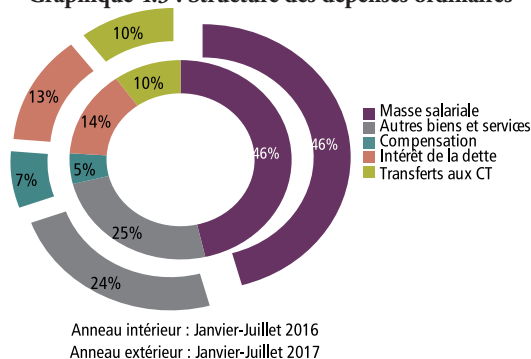
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

Pour ce qui est des paiements d'intérêts de la dette, ils se sont allégés de 4,6% à 17,8 milliards, suite à la diminution de 4,8% à 15,7 milliards des intérêts sur la dette intérieure et de 2,9% à 2,1 milliards de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

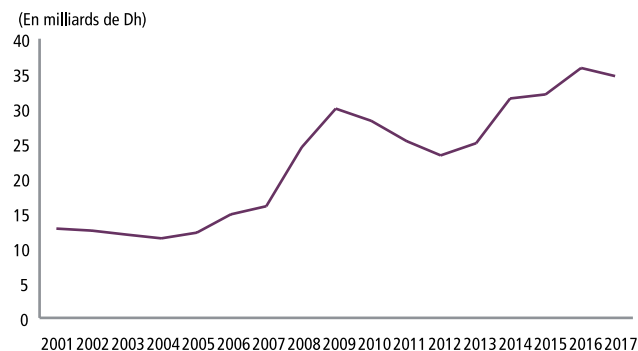


Anneau intérieur : Janvier-Juillet 2016
Anneau extérieur : Janvier-Juillet 2017

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

En revanche, la charge de compensation a progressé de 40,7% à 9,2 milliards. Selon les données de la Caisse de Compensation, pour les sept premiers mois de 2017, un montant de 5,8 milliards a été alloué à la subvention du gaz butane, en alourdissement de 59,4%. Cette hausse s'explique en grande partie par l'augmentation des prix du gaz sur les marchés internationaux, mais également par une légère augmentation de 1,6% du cours du dirham par rapport au dollar à 9,9 dirhams.

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



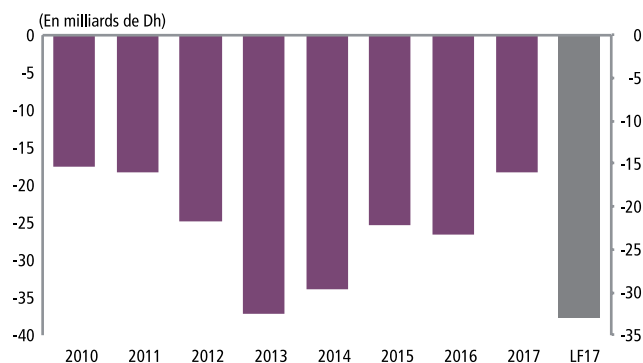
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Les dépenses d'investissement ont reculé de 3% à 34,6 milliards, soit un taux d'exécution de 62,3% de la programmation de la loi de finances. Cette évolution est le résultat de la baisse de 3,2% des dépenses des Ministères à 20,5 milliards et de 6% des charges communes à 13,4 milliards, dont des transferts aux comptes spéciaux du Trésor d'un montant de 11,3 milliards contre 12,1 milliards à fin juillet 2016.

4.3 Déficit et financement du Trésor

Le déficit budgétaire cumulé à fin juillet 2017 est ressorti à 18,3 milliards, en atténuation de 8,3 milliards, dont 2,6 milliards proviennent de l'amélioration du solde positif des comptes spéciaux du Trésor établi à 6 milliards. Le Trésor a réduit son stock d'arriérés de paiement d'un montant de 5,9 milliards ce qui a porté le déficit de caisse à 24,2 milliards, en léger allègement de 335 millions de dirhams.

Graphique 4.5 : Soldes budgétaires, cumul de janvier à juillet



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

Le flux de financement net extérieur a été négatif de 5 milliards, au lieu d'un flux positif de 3,1 milliards en 2016. Celui-ci ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 29,2 milliards, en hausse de 7,8 milliards par rapport à la même période de 2016. Outre le recours à l'endettement intérieur à hauteur de 18,2 milliards, contre 6,1 milliards à fin juillet 2016, le Trésor a bénéficié de ressources propres de 10,9 milliards au lieu de 15,3 milliards un an auparavant.

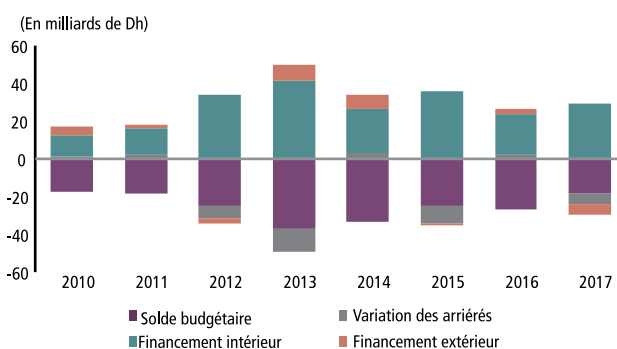
Tableau 4.3 : Financements des déficits (en milliards de dirhams)

	Janv. juil. 2016	Janv. juil. 2017	LF 2017	Ecart absolu LF/Janv.-Juil. 2017
Solde ordinaire	5,7	10,4	16,6	6,2
Solde des CST	3,4	6,0	6,0	0,0
Solde primaire	-7,9	-0,4	-5,5	-5,0
Solde budgétaire	-26,6	-18,3	-33,0	-14,7
Variation des arriérés	2,1	-5,9	0,0	
Besoin de financement	-24,5	-24,2	-33,0	-8,8
Financement intérieur	21,4	29,2	20,5	-8,7
Financement extérieur	3,1	-5,0	12,5	17,5

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

Le recours au marché des adjudications a porté sur un montant de 19,7 milliards contre 2,6 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes incluent 8,9 milliards dans les bons à 5 ans, 7,7 milliards dans les bons à 52 semaines, 4,5 milliards dans les bons à 10 ans et 4,3 milliards dans les bons à 2 ans. En parallèle, les remboursements nets ont concerné les bons à 26 semaines pour 5,7 milliards et les bons à 15 ans pour 1,4 milliard.

Graphique 4.6 : Soldes budgétaires et financements cumulés de janvier à juillet*



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

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

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les taux moyens pondérés (TMP) des maturités émises de janvier à juillet 2017 ont augmenté de 9 point de base (pdb) à 3,06% en moyenne. Les TMP assortissant les émissions sur les bons à 52 semaines, à 5 ans et à 15 ans ont connu des hausses respectives de 11 pdb, de 15 pdb et de 32 pdb. En revanche, les taux des émissions sur 30 ans ont reculé de 14 pdb à 4,45%.

Tableau 4.4 : Perspectives d'endettement du Trésor (en milliards de dirhams)

	2012	2013	2014	2015	2016	A fin juil. 2017 Est*
Dettes extérieures du Trésor	116,9	129,8	141,1	140,8	142,8	137,8
Var en %		17,4	11,1	8,7	-0,2	1,4
Dettes intérieures du Trésor	376,8	424,5	445,5	488,4	514,6	532,8
Var en %		13,7	12,6	5,0	9,6	5,4
Encours de la dette directe	493,7	554,3	586,6	629,2	657,4	670,6
Var en %		14,6	12,3	5,8	7,3	4,5

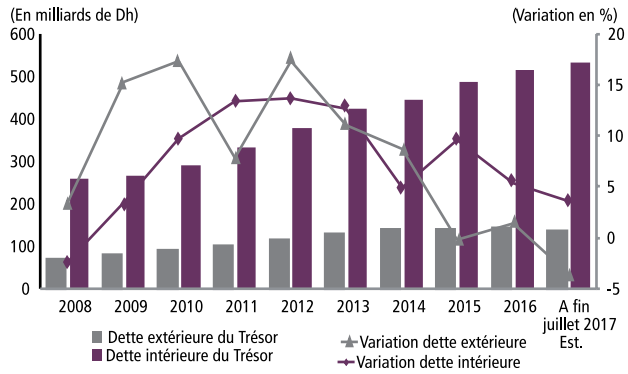
Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

* Pour la dette à fin juillet 2017, les estimations se basent sur les flux des financements intérieurs et extérieurs.

Au niveau de la dette publique directe, son encours aurait augmenté de 2% à fin juillet 2017 par rapport au niveau à fin décembre 2016. Cette évolution recouvre

une hausse de 3,5% de sa composante domestique et une régression de 3,5% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Selon les données des comptes nationaux, la croissance s'est accélérée à 3,8% au premier trimestre contre 1,6% à la même période de l'année précédente, tirée par la demande intérieure, alors que la contribution des exportations nettes a été négative.

Tenant compte des évolutions récentes, la croissance se serait établie à 4,9% au deuxième trimestre et à 4,4% au troisième trimestre. Le PIB non agricole aurait progressé de 3,5% au deuxième trimestre et de 2,8% au troisième trimestre. Quant à la valeur ajoutée agricole, elle aurait connu des rebonds respectifs de 15,7% et 13,9%, sous l'effet notamment de l'accroissement de 186% de la récolte céréalière par rapport à celle de l'année précédente.

Sur le marché du travail, 74 mille postes dont 52 mille dans l'agriculture ont été créés au deuxième trimestre. Le taux de chômage a affiché une légère hausse, passant de 9,1% à 9,3% au niveau national et de 13,4% à 14% en milieu urbain. Concernant les coûts du travail, les dernières données disponibles du deuxième trimestre montrent une augmentation en glissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 3,4% après 2,7% en termes nominaux et de 3,1% après 0,8% en termes réels.

Dans ces conditions, l'output-gap serait resté proche de zéro au cours des deuxième et troisième trimestres 2017.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

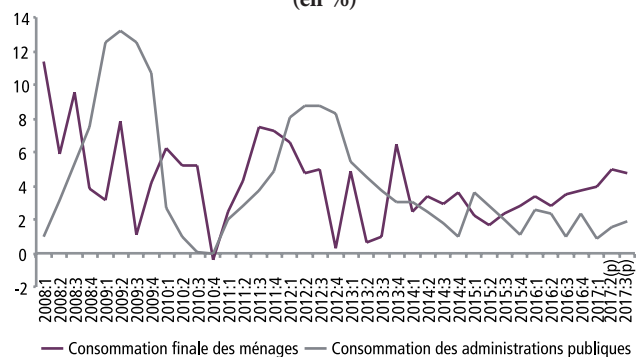
Les données des comptes nationaux relatifs au premier trimestre font ressortir un accroissement de 4% de la consommation finale des ménages au lieu de 3,4% à la même période de l'année précédente. Sa contribution à la croissance est ainsi passée de 2 points de pourcentage à 2,4 points.

Les évolutions récentes des indicateurs conjoncturels laissent entrevoir une amélioration de 4,9% des dépenses de la consommation finale des ménages, reflétant une augmentation des revenus agricoles et une création d'emplois de 74 mille postes dont 52 mille dans l'agriculture. Les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages corroborent cette orientation, l'indice de confiance des ménages s'étant nettement amélioré au deuxième trimestre 2017.

Au troisième trimestre, la consommation des ménages devrait croître au même rythme observé au trimestre précédent, sous l'effet notamment d'une augmentation des importations de biens de consommation.

De son côté, la consommation finale des administrations publiques a enregistré une décélération de 2,6% à 0,9%. Celle-ci aurait affiché, au deuxième trimestre, un accroissement de 1,5%, lié à celui de la charge de compensation et des transferts aux collectivités territoriale. Elle devrait maintenir cette tendance au troisième trimestre et sa contribution à la croissance resterait positive.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

5.1.2 Investissement

Pour sa part, l'investissement a cru de 9,1% au premier trimestre 2017 au lieu de 7,4% l'année précédente, portant ainsi sa participation à la croissance à 2,6 points de pourcentage.

Au deuxième trimestre, l'investissement aurait enregistré une décélération de 8,5% à 5,2% entre 2016 et 2017. Ce ralentissement corroboré par la baisse de 3,7% des importations de biens d'équipement, serait attribuable également à la faible performance du secteur de la construction, liée elle-même à une diminution de la demande adressée à l'immobilier résidentiel.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib, relatifs au deuxième trimestre, indiquent que le climat des affaires a été considéré normal, et que les dépenses d'investissement sont en stagnation selon plus de la moitié des industriels.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre 2017, les exportations nettes de biens et services ont contribué négativement à la croissance et ce, à hauteur de 1,4 point de pourcentage au lieu d'une participation négative de 3 points une année auparavant. Les importations de biens et services en termes réels ont affiché un ralentissement de 12,5% à 7% et les exportations ont décéléré de 6,3% à 4,6%.

Au deuxième trimestre, les exportations de biens et services devraient s'accélérer, en liaison avec la reprise des ventes des phosphates et dérivés, ainsi que l'amélioration de la demande adressée aux industries agroalimentaire. Quant aux importations, elles auraient diminué suite au ralentissement des achats de biens d'équipement et, dans une moindre mesure, au repli de la facture énergétique.

Dans ces conditions, la croissance du PIB se serait située autour de 4,9% au deuxième trimestre et 4,4% au troisième trimestre.

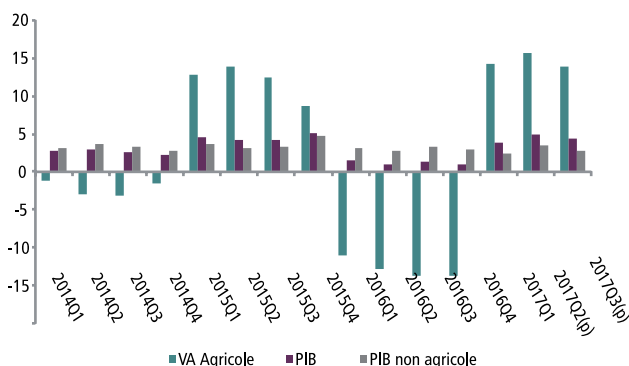
5.3 Offre globale

La croissance économique s'est élevée à 3,8% au premier trimestre contre 1,6% un an auparavant, recouvrant un accroissement de 14,2% de la valeur ajoutée agricole et de 2,5% du PIB non agricole.

Au deuxième trimestre, elle se serait accélérée de nouveau à 4,9%. La valeur ajoutée agricole aurait progressé de 15,7%, soutenue particulièrement par l'expansion de 186% de la récolte céréalière comparativement à celle de la campagne précédente.

De même, le rythme des activités non agricoles se serait également accéléré à 3,4% contre 1,7% à la même période de l'année précédente. Tenant compte d'une hausse des impôts sur les produits nets des subventions, la croissance non agricole se serait passée de 2,8% à 3,5%.

Graphique 5.2 : PIB par composante
(prix chaînés, variation en %)



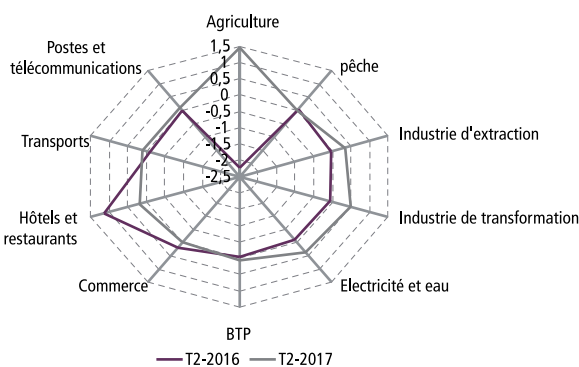
Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, l'activité aurait connu un rebond de 23,2% dans le secteur minier contre un repli de 1,1% un an auparavant, sous l'effet d'une amélioration de la demande étrangère pour le phosphate brut et ses dérivées. De même, les industries de transformation auraient connu un accroissement de

3,5% au lieu d'un recul de 0,2%, reflétant notamment la bonne performance des industries agro-alimentaire et des dérivées de phosphate. Dans la branche « électricité et eau », la valeur ajoutée se serait accrue de 4,8% après une baisse de 0,7%.

En revanche, la branche du BTP aurait poursuivi son essoufflement avec une diminution de 0,8% de sa valeur ajoutée après une hausse de 1,5%, comme en témoigne l'accentuation du recul des ventes de ciment de 4,7% au premier trimestre à 13,7% au deuxième trimestre. Toutefois, l'expansion de 42% de ces ventes en juillet a atténué la baisse à 4% à fin juillet.

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



Concernant les activités tertiaires, la valeur ajoutée aurait enregistré une progression de 9,5% dans la branche « hôtels et restaurants », traduisant en particulier une amélioration de 18,2% des nuitées, tandis que celle des services de transport se serait accélérée à 4,1%. En revanche, l'activité aurait légèrement ralenti à 4% pour la branche de commerce et à 3,2% pour les postes et télécommunications.

Au troisième trimestre, la croissance du PIB devrait s'établir à 4,4%, recouvrant un accroissement de 13,9% de la valeur ajoutée agricole et un léger ralentissement à 2,8% des activités non agricoles, traduisant notamment une baisse de l'activité dans le BTP et une décélération de celles des mines, de l'électricité, du tourisme et des services de transport.

5.4 Marché du travail et capacités de production¹

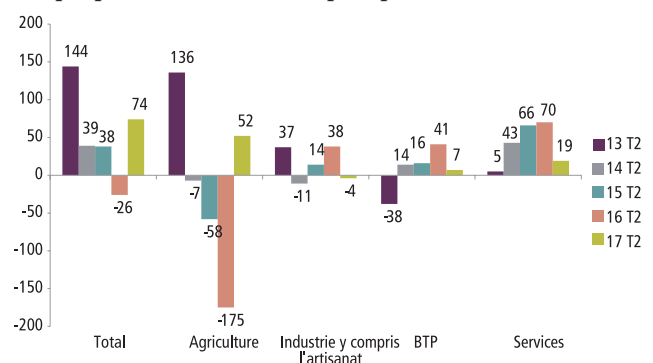
5.4.1 Activité et emploi

Le nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus a augmenté, au deuxième trimestre, de 0,9% à 12,08 millions de personnes. Cette évolution a concerné aussi bien le milieu urbain que rural, avec des hausses respectives de 0,8% et de 1%. Tenant compte d'un accroissement de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a reculé de 0,4 point à 47,3% au niveau national, de 0,7 point à 42,3% dans les villes et a augmenté de 0,4 point à 56% en zones rurales.

En parallèle, et après une perte de 26 mille postes un an auparavant, l'économie nationale a créé 74 mille emplois, dont 62 mille en zones rurales. La population active occupée s'est ainsi accrue de 0,7% et le taux d'emploi a régressé de 0,5 point à 42,9%. Par milieu de résidence, ce taux s'est replié de 0,8 point à 36,4% en milieu urbain, alors qu'il a progressé de 0,5 point à 54,2% en zones rurales.

Au niveau sectoriel, les créations d'emplois se sont élevées à 52.000 postes dans l'agriculture à la faveur de la très bonne récolte céréalière et sont ressorties limitées à 22.000 postes dans le secteur non agricole, dont 19.000 dans les services et 7.000 dans le BTP, l'industrie ayant en revanche accusé une perte de 4.000 postes.

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



¹ Il est à noter que les chiffres pour le deuxième trimestre 2016 ont été réajustés par le HCP sur la base des nouvelles projections de la population basées sur les données du recensement de la population de 2014.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage s'est accrue de 3,1% à 1,12 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage a augmenté de 9,1% à 9,3% au niveau national et de 13,4% à 14% en milieu urbain, alors qu'il a baissé de 3,5% à 3,2% en zones rurales. Pour les jeunes âgés de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a poursuivi sa progression, atteignant 23,5% au niveau national et 40,3% dans les villes.

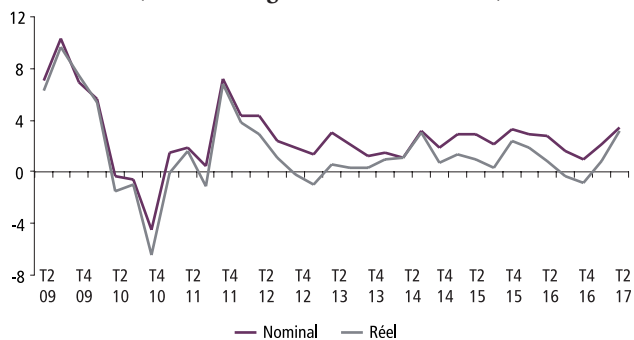
L'accroissement du taux de chômage s'est accompagné d'une légère hausse du sous-emploi, son taux étant passé de 9,8% à 9,9% au niveau national, de 9% à 9,1% en milieu urbain et de 10,7% à 10,8% en zones rurales².

3.4.3 Productivité et salaires

Après un repli de 0,5% un an auparavant, la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles³ s'est améliorée de 3% au deuxième trimestre. Cette évolution est le résultat de l'accélération de la croissance non agricole à 3,3% et du ralentissement de la hausse de l'emploi non agricole à 0,3%.

Pour ce qui est des coûts salariaux, les dernières données de la CNSS relatives au deuxième trimestre montrent une augmentation de l'indice des salaires moyens de 3,4% après 2,7% en termes nominaux et de 3,1% après 0,8% en termes réels.

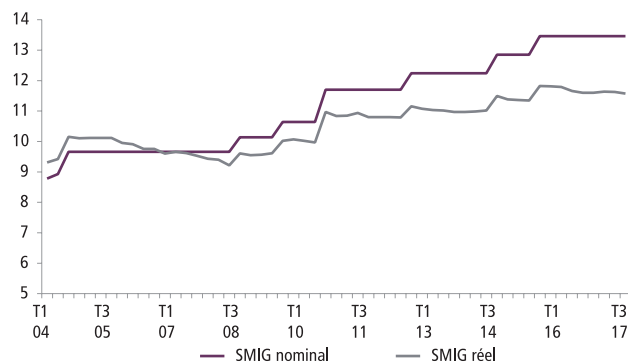
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM

Pour le SMIG, il s'est maintenu, au deuxième trimestre 2017 à 13,46 dh/h en termes nominaux. Tenant compte d'un accroissement de 0,3% de l'indice des prix à la consommation, il a accusé, en termes réels, un repli de 0,3% en glissement annuel et devrait diminuer de 0,2% au troisième trimestre 2017.

Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en DH/h)



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

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 disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi en raison inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou insuffisance du revenu procuré.

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

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2016	T2 2017
Taux d'activité (en %)	47,7	47,3
Urbain	43,0	42,3
Rural	55,6	56,0
Taux de chômage (en %)	9,1	9,3
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	23,2	23,5
Urbain	13,4	14,0
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	39,2	40,3
Rural	3,5	3,2
Créations d'emplois (en milliers)	-26	74
Urbain	38	12
Rural	-64	62
Secteurs		
- Agriculture	-175	52
- Industrie y compris l'artisanat	38	-4
- BTP	41	7
- Services	70	19
Productivité apparente non agricole (variation en %)	-0,5	3,0
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	2,7	3,4
Réel	0,8	3,1

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

Au total, l'output gap devrait rester proche de zéro au cours du deuxième et troisième trimestre de 2017 selon les prévisions de Bank Al-Maghrib.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)

Source : Estimation BAM sur la base des données du HCP.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la Politique Monétaire, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, a marqué une nette décélération, revenant de 1,3% au premier trimestre 2017 à 0,3% au second trimestre. Le niveau faible de l'inflation s'est maintenu durant les deux mois suivants, avec -0,1% en juillet et 0,3% en août, en lien avec la persistance du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils et, dans une moindre mesure, avec le recul du rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants. De son côté, l'inflation des produits réglementés est passé de 0,6% au deuxième trimestre à 1% en moyenne en juillet et août en relation principalement avec les révisions des prix des tabacs.

Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente est revenue de 1,5% à 1,2%, orientée essentiellement par l'évolution des prix des produits alimentaires.

L'inflation devrait se maintenir à 0,3% au troisième trimestre, la décélération prévue du rythme de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils et l'accélération de celui de l'augmentation des tarifs des produits réglementés devant compenser les effets de l'atténuation de la hausse des prix des carburants et lubrifiants et du ralentissement de l'inflation sous-jacente.

6.1. Evolution de l'inflation

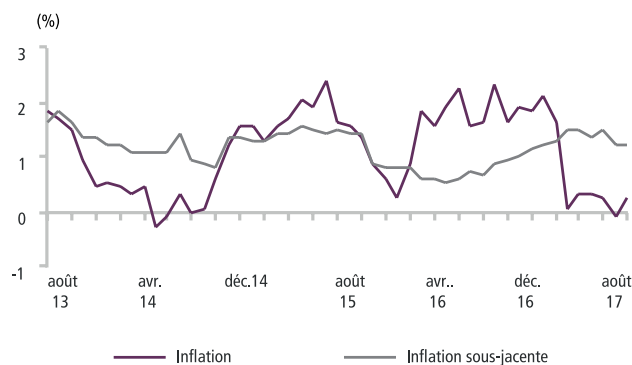
L'inflation est passée de 0,3% en moyenne au deuxième trimestre 2017 à -0,1% en juillet et à 0,3% en août. Cette récente accélération est imputable à l'atténuation de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils et, dans une moindre mesure, à l'accroissement de la hausse des prix des carburants et lubrifiants. Le rythme de progression des tarifs des produits réglementés ressort, pour sa part, quasi inchangé et l'inflation sous-jacente est restée au même niveau observé un mois auparavant.

Le repli des prix des produits alimentaires à prix volatils est ainsi passé de 7,5% à 6,2% suite notamment à la hausse plus marquée des prix des légumes frais et à l'atténuation de la baisse des prix des fruits frais. Parallèlement, les prix des carburants se sont accrus de 6,6% au lieu de 0,4%, en relation avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

De son côté, le rythme de progression des tarifs des produits et services réglementés ressort à 1% en moyenne entre juillet et août au lieu de 0,6% enregistrée au cours du deuxième trimestre, sous l'effet

des modifications apportées aux prix des tabacs dans le cadre de leur homologation en juillet. Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente est revenue de 1,5% au deuxième trimestre à 1,2% en juillet et en août, en lien principalement avec la décélération du rythme de progression des prix de certains produits alimentaires.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	juin 17	juil. 17	août 17	juin 17	juil. 17	août 17
Inflation	0,3	-0,5	0,3	0,3	-0,1	0,3
- Produits alimentaires à prix volatils	1,5	-3,5	2,0	-5,7	-7,5	-6,2
- Carburants et lubrifiants	-1,0	-2,6	2,3	1,3	0,4	6,6
- Produits réglementés	0,0	0,3	0,1	0,6	0,9	1,0
Inflation sous-jacente	0,4	0,1	-0,2	1,5	1,2	1,2
- Produits alimentaires	0,3	-0,1	-0,2	2,0	1,5	1,3
- Articles d'habillement et chaussures	0,4	0,0	-0,1	1,6	1,5	1,5
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,2	0,1	0,2	1,1	1,1	1,2
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6
- Santé*	0,3	-0,2	-0,2	2,8	2,6	2,3
- Transport*	-0,1	0,1	0,1	-0,7	-0,5	-0,3
- Communication	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,2
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,9	2,9	2,9
- Restaurants et hôtels	0,2	0,0	0,5	3,2	2,9	3,1
- Biens et services divers	0,1	-0,1	0,1	0,9	0,7	0,8

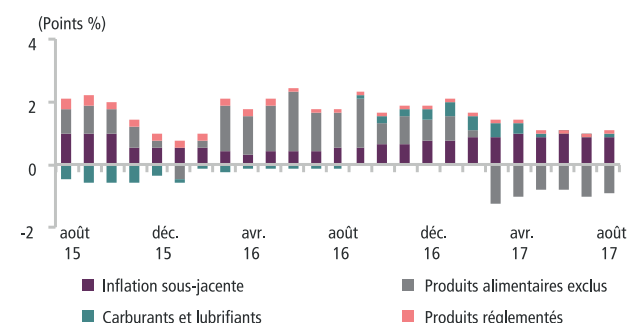
* Hors produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

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

Le reflux des prix des produits alimentaires volatils se poursuit pour le sixième mois consécutif, s'établissant à 6,2% en août après 7,5% juillet, et 6,1% au deuxième trimestre 2017. Ces baisses reflètent certes un effet de base lié au niveau relativement élevé de ces prix une année auparavant, mais traduit également une amélioration de l'offre de certains de ces produits. L'atténuation du repli observée au cours du mois d'août traduit principalement le ralentissement de la baisse des prix de 15,6% à 9,4% pour les fruits frais, de 18,9% à 12,9% pour les œufs et de 5,8% à 3,3% pour les poissons frais. Elle reflète également la hausse de 2,8% au lieu de 0,8% des prix des légumes frais.

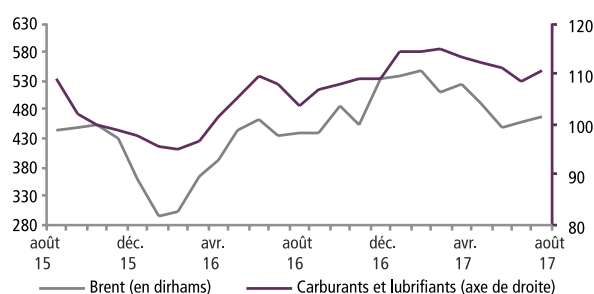
La contribution des prix des produits alimentaires à prix volatils à l'inflation ressort négative à hauteur de 0,9 point de pourcentage au lieu de 1,1 point de pourcentage en juillet et 0,9 point en moyenne au cours du deuxième trimestre 2017.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur rythme de progression décélérer de 6,3% au deuxième trimestre à 0,4% en juillet avant de revenir à 6,6% en août. Cette hausse traduit l'effet de l'accélération du rythme d'évolution des cours du Brent de 8% à 11,3% qui a plus que compensé l'appréciation du taux de change du dirham par rapport au dollar.

En revanche, les tarifs des produits réglementés ont augmenté de 1% en moyenne entre juillet et août au lieu de 0,6% enregistrée au deuxième trimestre, en relation principalement avec l'accroissement de 2,1% des prix des tabacs suite aux changements intervenus dans le cadre de leur homologation en juillet.

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

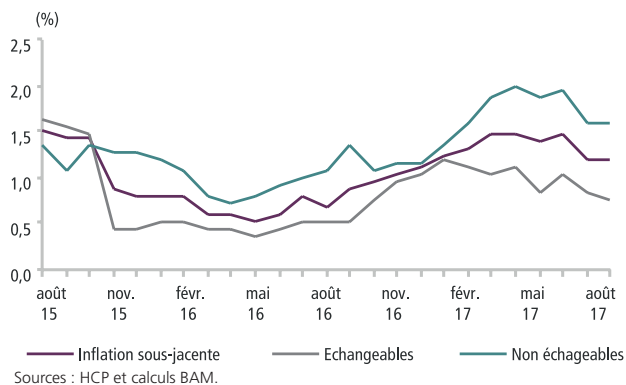
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

Après s'être établie à 1,5% au deuxième trimestre, l'inflation sous-jacente s'est maintenue à 1,2% en juillet et août, traduisant la décélération de l'inflation des biens non échangeables et, dans une moindre mesure, celle des biens échangeables.

En effet, l'inflation des biens non échangeables s'est établie à 1,6% en juillet et août au lieu de 2% au deuxième trimestre, en lien essentiellement avec le ralentissement de 2,4% à 1,4% en moyenne des prix des « viandes fraîches ». Sa contribution à l'inflation sous-jacente s'est limitée à 0,7 point de pourcentage au lieu de 0,9 point en moyenne au cours du deuxième trimestre.

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



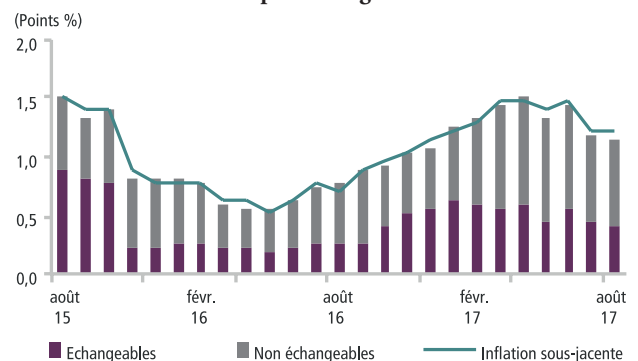
Dans le même temps, l'inflation des biens échangeables est revenue à 0,8% en juillet et août après 0,9% au deuxième trimestre, sous l'effet principalement de la baisse de 0,6% au lieu de celle de 0,2%, des prix des « produits à base de céréales », ainsi que du ralentissement de 7,7% à 4,3% de la hausse des prix des « légumineuses sèches ». Sa contribution à l'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à 0,4 point de pourcentage contre 0,5 point de pourcentage au trimestre précédent.

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

(En %)	Evolution en glissement mensuel			Evolution en glissement annuel		
	juin 17	juil. 17	août 17	juin 17	juil. 17	août 17
Biens échangeables	0,2	-0,1	-0,1	1,0	0,8	0,8
Biens non échangeables	0,4	-0,1	0,1	2,0	1,6	1,6
Inflation sous-jacente	0,4	0,1	-0,2	1,5	1,2	1,2

Sources : HCP et calculs BAM.

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



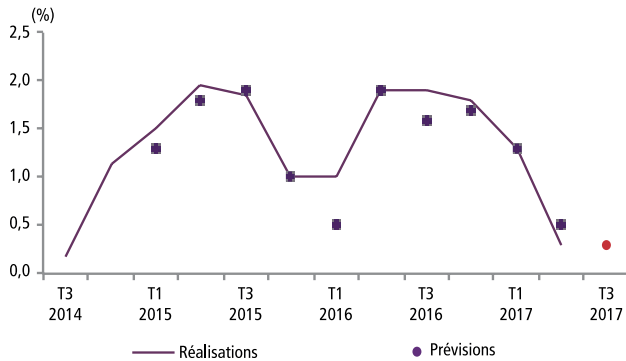
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait se maintenir autour de 0,3% au troisième trimestre. Cette évolution reflèterait une décélération du rythme de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils suite à la dissipation des effets des hausses enregistrées l'année dernière et aux évolutions récentes des prix de certains produits, notamment, les fruits frais. L'augmentation des tarifs des produits réglementés devrait s'établir à 0,9% au troisième trimestre contre 0,6% un trimestre auparavant, sous l'hypothèse de l'absence de nouveaux ajustements sur les prix de ces produits.

Le rythme de progression des prix des carburants et lubrifiant devrait, pour sa part, de nouveau décélérer, en relation avec l'évolution prévue des cours

internationaux des produits pétroliers. Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente devrait enregistrer un léger retentissement, revenant de 1,5% à 1,3%.

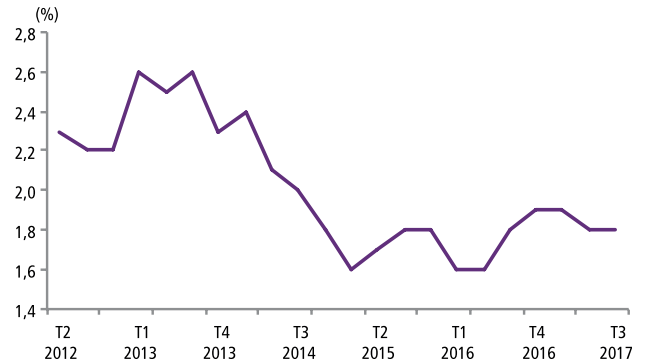
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation



Sources : BAM.

troisième trimestre est de 1,8%, inchangée par rapport à celle du deuxième trimestre 2017.

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



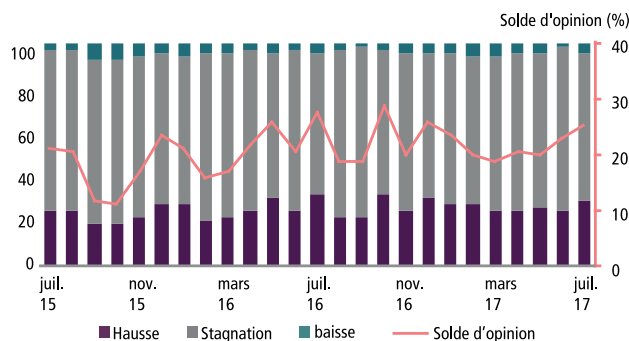
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois de juillet, font ressortir une stabilité de l'inflation au cours des trois prochains mois pour 66% des industriels, alors que 30% tablent sur une hausse et 5% d'entre eux prévoient une décélération.

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

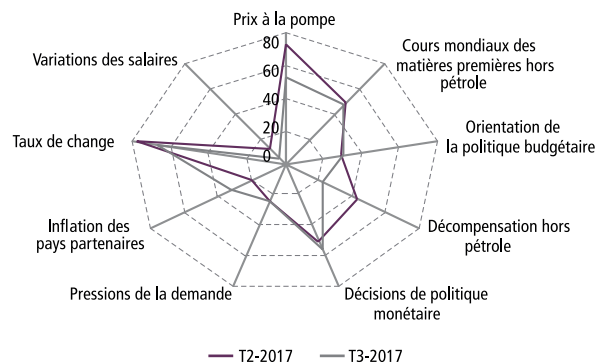


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation que Bank Al-Maghrib réalise trimestriellement auprès des experts du secteur financier, laissent indiquer que l'inflation anticipée au

Ils s'accordent, à cet égard, sur le rôle déterminant de l'évolution du taux de change, des décisions de politique monétaire et des prix à la pompe dans l'orientation future de l'inflation durant cette période.

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



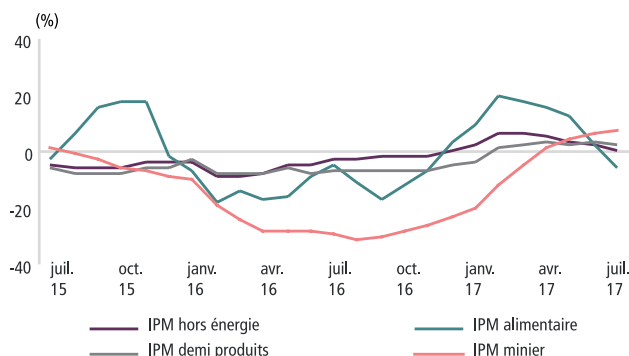
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à l'importation et à la production

Le ralentissement du rythme d'évolution des prix à l'import hors énergie observé au deuxième trimestre, s'est poursuivi en juillet. Ainsi, les prix des produits importés n'ont augmenté que de 0,2% au lieu de 5,1% au premier trimestre et 3,7% au deuxième. Cette décélération recouvre une baisse des prix à l'import des

produits alimentaires après une hausse au deuxième trimestre, une décélération de ceux des demi-produits et une accélération de l'indice des prix à l'importation des produits miniers. En effet, après avoir augmenté de 10,2% au deuxième trimestre, les prix des denrées alimentaires importées ont accusé une baisse de 5,7%, en raison du repli des prix des principaux produits, à l'exception du café et du lait qui se sont accrus de 4,5% et 9,3% respectivement.

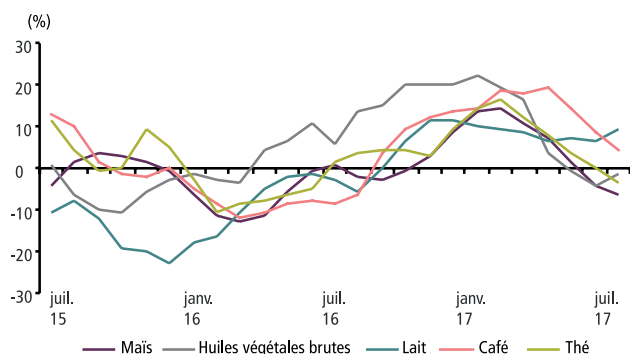
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à l'import (en glissement annuel)



Source : Office de Change et calculs BAM.

Pour leur part, les prix à l'import des demi-produits ont augmenté de 2,5% après une progression de 3,2% en liaison principalement avec le ralentissement de l'accroissement des prix des «matières plastiques artificielles» de 5,7% à 4,7%. Quant aux prix à l'import des produits miniers, ils ont augmenté de 7,8% au lieu de 4,3% au deuxième trimestre reflétant une hausse moins importante des prix à l'import du « Fer et acier en blooms et ébauches», revenue de 10,1% à 4%.

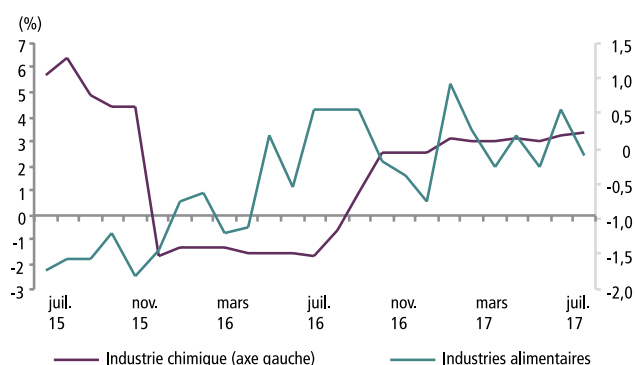
Graphique 6.11 : Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire (*)



(*) Hors prix du blé et du sucre
Source : Office de Change et calculs BAM.

Quant aux prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont progressé de 0,8%, en glissement annuel, après 0,7% au deuxième trimestre. Cette hausse traduit essentiellement l'augmentation de 3,4% des prix à la production de « l'industrie chimique » et de 2,9% de ceux de la branche de « fabrication de produits métalliques ». En revanche, les prix à la production de l'industrie alimentaire ont reculé de 0,1% et ceux de l'industrie de « fabrication de textile » de 1,4%.

Graphique 6.12 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel



Sources : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Le raffermissement de l'activité économique mondiale se confirme et devrait se poursuivre aussi bien dans les pays avancés que dans les économies émergentes. Les perspectives restent, toutefois, entourées d'importantes incertitudes, en lien essentiellement avec l'orientation de la nouvelle politique de l'administration américaine, le regain des tensions géopolitiques et la vulnérabilité des systèmes financiers européen et chinois. Les risques quant aux modalités du Brexit et aux politiques eurosceptiques se sont atténués.

Soutenue par les conditions monétaires accommodantes, l'amélioration de la situation du marché du travail et le renforcement de la confiance des opérateurs économiques, la reprise de l'activité économique dans la zone euro et aux Etats-Unis devrait se raffermir à moyen terme. Les économies émergentes, pour leur part, bénéficieraient de l'amélioration de l'activité des pays avancés et de la reprise de la tendance haussière des prix des matières premières. En particulier, la Russie et le Brésil devraient sortir de leurs récessions, alors qu'en Chine, la décélération prévue de sa croissance devrait être limitée à la faveur des mesures de soutien budgétaire.

Sur les marchés des matières premières, les prix des produits alimentaires devraient marquer une hausse sur l'horizon de prévision, à un rythme plus rapide que prévu en juin. Pour leur part, les cours mondiaux du pétrole augmenteraient en 2017 sous l'effet de l'amélioration des perspectives économiques mondiales et la prolongation de la réduction de l'offre des pays producteurs du pétrole, avec toutefois une légère révision à la baisse comparativement à l'exercice précédent. Dans ces conditions, et tenant compte du raffermissement de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro devrait converger graduellement vers un niveau proche des objectifs de leurs banques centrales.

Au niveau national, le rythme de progression des exportations devraient s'accélérer, soutenu par la reprise des expéditions de phosphates et dérivés et l'amélioration de la croissance de la zone euro. Toutefois, la dynamique des ventes de la construction automobile devrait se poursuivre mais à un rythme nettement inférieur à celui de 2016. En parallèle, le rythme d'accroissement des importations devrait ralentir, sous l'effet de la décélération de la cadence de progression des achats des biens d'équipement, la facture énergétique devant, en revanche, sensiblement augmenter.

Tenant compte d'un ralentissement des recettes de voyages et des transferts MRE et en supposant des entrées annuelles de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards de dirhams, le déficit du compte courant devrait s'alléger à moyen terme pour se situer autour de 4% en 2017 et 2018. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse de flux d'IDE de près de 34 milliards de dirhams en 2017 et de 40 milliards en 2018, les réserves internationales nettes devraient avoisiner 230 milliards de dirhams en 2017 et 234 milliards en 2018, assurant ainsi la couverture de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services au terme de 2018.

Après un léger resserrement en 2016, lié principalement à l'appréciation du taux de change effectif réel, les conditions monétaires devraient s'assouplir en 2017 sous l'effet de la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire et de la dépréciation du taux de change effectif réel. Cette

dernière est liée à la récente appréciation de l'euro et un taux d'inflation faible au Maroc comparativement aux principaux partenaires et concurrents commerciaux. Le crédit bancaire destiné au secteur non financier devrait, pour sa part, augmenter de 4,5% en 2017 et de 5% en 2018, prévisions inchangées par rapport à l'exercice de juin.

Au niveau des finances publiques, après le dépassement du déficit budgétaire en 2016 par rapport à la programmation de la loi de finances, l'ajustement devrait reprendre. Le déficit devrait revenir de 4,1% du PIB en 2016 à 3,5% du PIB en 2017 et à 3,2% du PIB en 2018, soit des révisions à la baisse de 0,1 et 0,2 point du PIB respectivement par rapport à juin.

La croissance économique devrait connaître un net rebond en 2017, pour s'établir à 4,3% après 1,2% en 2016. Cette prévision recouvre une hausse de 14,7% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3% du PIB non agricole. Ce raffermissement devrait être soutenu par la poursuite de la vigueur de la demande intérieure, sous l'effet notamment de l'amélioration des revenus et, dans une moindre mesure, par le redressement des exportations nettes, elles-mêmes favorisées par l'amélioration de la demande étrangère et la dépréciation du taux de change effectif réel. En 2018, la croissance devrait ralentir à 3,1%, avec une baisse de 1% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole moyenne, et une poursuite de l'amélioration du PIB non agricole qui progresserait de 3,6%. Du côté de la demande, le ralentissement de la croissance s'explique principalement par la décélération de la demande intérieure sous l'effet du reflux des revenus agricoles alors que les exportations nettes devraient légèrement baisser, tenant compte de la dissipation de la dépréciation du taux de change effectif réel et de la décélération prévue de la croissance dans la zone euro.

Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente devrait s'inscrire sur une tendance haussière, tout en restant à un niveau modéré. Elle devrait, en effet, passer de 0,8% en 2016 à 1,4% en 2017 puis à 1,6% en 2018. Les prix des carburants et lubrifiants augmenteraient en 2017 avant de se stabiliser en 2018, en ligne avec les prévisions des cours mondiaux des produits pétroliers. Compte tenu également de la baisse attendue des prix des produits alimentaires à prix volatils en 2017, l'inflation devrait ralentir de 1,6% en 2016 à 0,6% en 2017 avant de s'accélérer à 1,3% en 2018.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

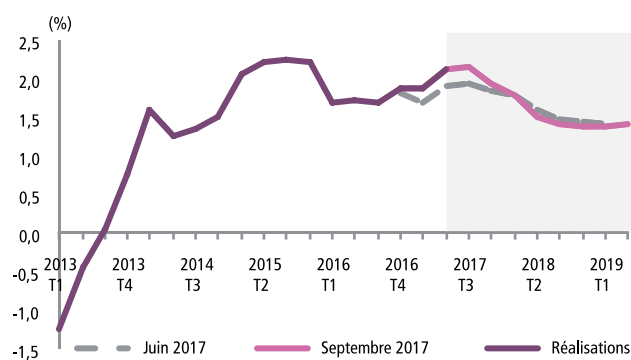
La reprise de la croissance mondiale se raffermi

Les données des comptes nationaux au titre du premier semestre 2017 ressortent meilleures aux attentes dans la plupart des pays avancés et émergents. En outre, l'orientation positive des indicateurs de haute fréquence laisse entrevoir un maintien d'une dynamique soutenue de l'activité économique au second semestre. Les projections de croissance ont été ainsi révisées à la hausse, tablant sur des perspectives plus favorables aussi bien pour les pays avancés que pour les économies émergentes. En particulier, la croissance aux Etats-Unis devrait passer de 1,6% en 2016 à 2,1% en 2017 et à 2,3% en 2018, tirant profit essentiellement du renforcement de la demande intérieure. En outre, favorisée par l'orientation accommodante de la politique monétaire et la vigueur de la demande intérieure, l'activité dans la zone euro devrait se consolider de 2% en 2017, après 1,7% en 2016, avant de fléchir à 1,5% en 2018 sous l'effet de l'approche de la sortie effective du Royaume-Uni. Au niveau des économies émergentes, la croissance devrait bénéficier de l'amélioration de l'activité des pays avancés et de la reprise de la tendance haussière des prix des matières premières. En particulier, la Russie et le Brésil devraient sortir de leurs récessions, alors qu'en Chine, la décélération prévue de sa croissance devrait être limitée à la faveur des mesures de soutien budgétaire.

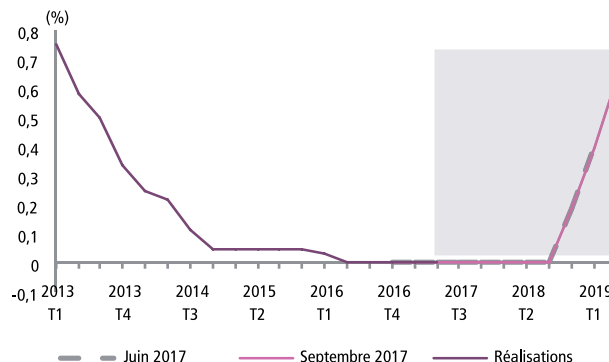
Les perspectives restent toutefois entourées d'importants risques en raison principalement du regain d'incertitudes politiques et des fragilités du système financier en Chine et dans certains pays européens.

Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc devrait s'améliorer à moyen terme, à un rythme plus rapide que prévu en juin.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE



Source : prévisions GPM¹ d'août 2017.

Appréciation de l'euro dans un contexte du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE

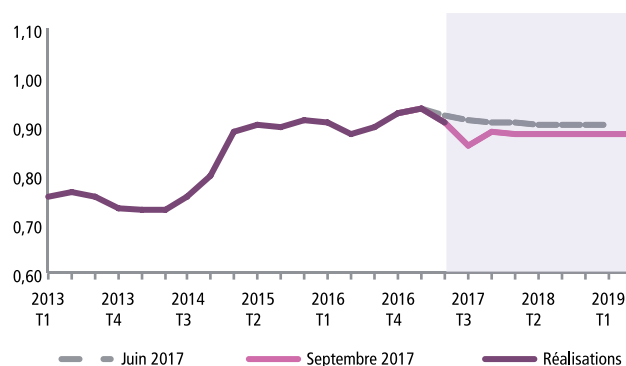
Le redressement continu de l'activité économique aux Etats-Unis devrait inciter la FED à poursuivre la normalisation des taux des fonds fédéraux, avec une hausse prévue en décembre 2017 et une reprise des hausses à partir de juin 2018. En outre, la FED procèdera à la normalisation de sa politique monétaire non conventionnelle à travers une

¹ Le Global Projection Model est un modèle de l'économie mondiale développé par le FMI et géré depuis juillet 2017 par le réseau GPMN au profit d'un ensemble de banques centrales et d'institutions internationales.

réduction progressive de la taille de son bilan à partir d'octobre 2017. Parallèlement, la BCE devrait maintenir son programme d'achat d'actifs jusqu'à fin décembre 2017 et son taux directeur devrait rester inchangé à son niveau actuel jusqu'au quatrième trimestre de 2018.

Dans un contexte caractérisé par un regain de confiance dans la reprise de l'activité de la zone euro, l'euro a marqué une appréciation vis-à-vis le dollar à partir de fin juin reflétant, d'une part, les anticipations du marché d'une sortie de la BCE de ses mesures d'assouplissement monétaire et, d'autre part, les incertitudes entourant la politique de la nouvelle administration américaine. A moyen terme, l'euro devrait rester apprécié compte tenu de l'amélioration des fondamentaux économiques de la zone euro.

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD



Source : prévisions GPM d'août 2017.

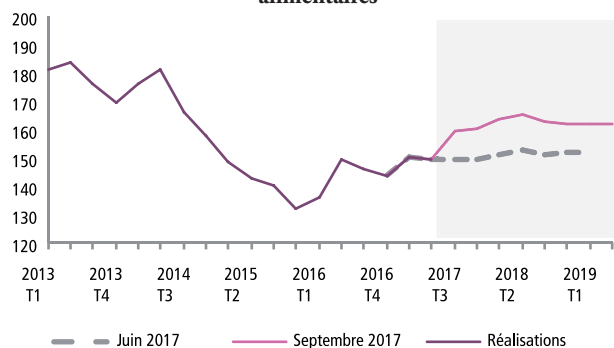
Révision à la baisse des prix du pétrole et à la hausse de ceux des produits alimentaires

Les cours du pétrole sur le marché international augmenteraient en 2017 sous l'effet de l'amélioration des perspectives économiques mondiales et la prolongation de la réduction de l'offre des pays producteurs du pétrole. Ils ont été, toutefois, légèrement révisés à la baisse comparativement à l'exercice précédent, tenant compte de la hausse de la production américaine du pétrole de schiste et la reprise de l'offre en provenance du Nigéria et de la Libye. En effet, le prix moyen du pétrole devrait passer de 42,8 \$/bl en 2016 à 50,3 \$/bl en 2017 et à 49,7 \$/bl en 2018, contre 51,8 \$/bl et 50,7 \$/bl respectivement retenus en juin. Concernant les prix des fertilisants, ceux du DAP devraient marquer une hausse de 345 \$/mt en 2016 à 360 \$/mt en 2017 tandis que les cours du TSP et du phosphate roche devraient enregistrer une baisse pour s'établir respectivement à 275 \$/mt et 100 \$/mt. A noter que les dernières données disponibles sur les huit premiers mois de l'année confirment globalement cette tendance, avec toutefois des niveaux légèrement en dessous des prévisions pour le phosphate roche et le DAP. En 2018, les cours des fertilisants devraient marquer une légère hausse, pour s'établir à 102 \$/mt pour le phosphate roche, 366 \$/mt pour le DAP et 282 \$/mt pour le TSP. Pour leur part, les prix des produits alimentaires devraient marquer une hausse sur l'horizon de prévision, à un rythme plus rapide que prévu en juin, reflétant essentiellement les effets négatifs attendus des conditions climatiques défavorables sur l'offre mondiale, notamment du blé.

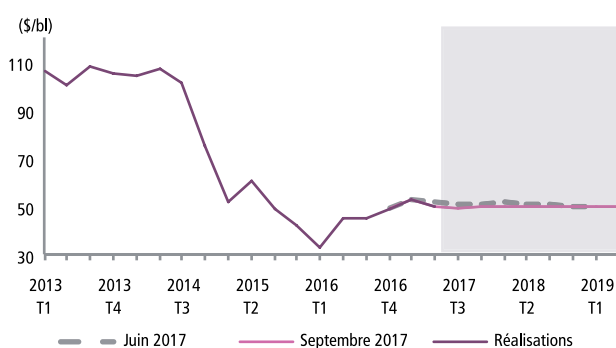
Dans ces conditions, et tenant compte du raffermissement de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro devrait converger graduellement vers un niveau proche des objectifs de leurs banques centrales au terme de l'horizon de prévision. Le rythme de cette convergence serait toutefois lent en liaison avec les niveaux bas des cours mondiaux des produits énergétiques et des effets baissiers émanant de certains facteurs temporaires.

Ainsi, l'inflation dans la zone euro² devrait s'accélérer de 0,2% en 2016 à 1,5% en 2017 avant de s'établir à 1,4% en 2018 et elle passerait aux Etats-Unis de 1,3% en 2016 à 2% en 2017 et à 1,9% en 2018.

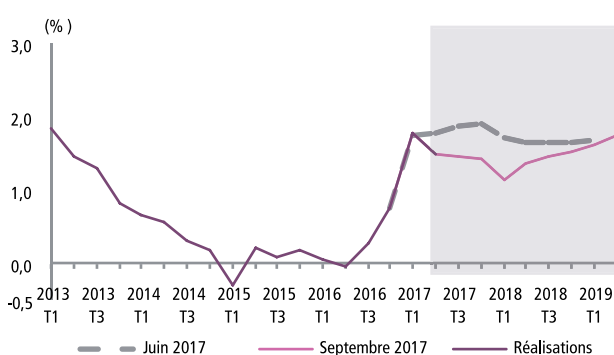
Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires



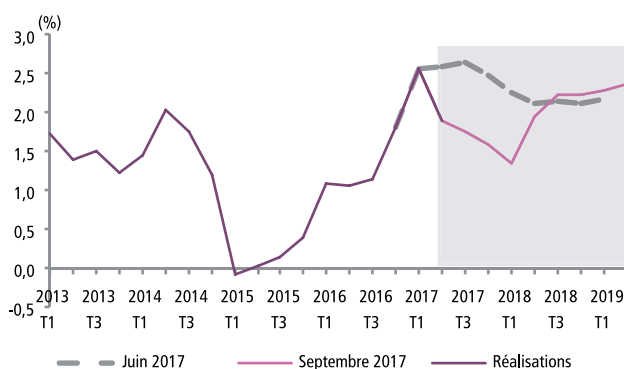
Graphique 7.5 : Prix du pétrole brut



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source: prévisions GPM d'août 2017.

Poursuite de l'ajustement budgétaire

Le processus de l'ajustement budgétaire devrait reprendre à moyen terme. Le déficit devrait revenir de 4,1% du PIB en 2016 à 3,5% en 2017 et 3,2% en 2018. Cette orientation suppose une meilleure mobilisation des recettes et une maîtrise des dépenses à moyen terme. Pour ce qui est des recettes, elles devraient enregistrer une nette amélioration. Leurs prévisions ont été légèrement revues à la hausse par rapport à l'exercice de juin tenant compte du rythme élevé des réalisations à fin juillet au titre des recettes de l'impôt sur les sociétés. Ces prévisions supposent également sur une entrée annuelle des dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards de dirhams en 2017 et en 2018.

Du côté des dépenses, celles relatives au personnel et aux autres biens et services devraient rester contenues, tandis que la charge de compensation enregistrerait une hausse sensible en 2017 avant de reculer en 2018 en ligne avec l'évolution des cours du pétrole sur le marché international. En ce qui concerne l'investissement, après l'importante hausse enregistrée en 2016, il devrait se maintenir à un niveau relativement élevé, représentant 5,9% du PIB à moyen terme.

² Prévisions d'août 2017 du réseau GPM. La BCE tablait dans ses prévisions de septembre sur un taux de 1,5% pour 2017 et de 1,2% pour 2018 pour l'inflation globale. Sa composante hors énergie et produits alimentaires devrait se situer à 1,1% et à 1,3% respectivement.

Une production céréalière de 96 millions de quintaux pour la campagne agricole 2016-2017 et bonne performance des autres cultures

La production céréalière au titre de la campagne agricole 2016-2017 s'est élevée, selon le Ministère de l'Agriculture, de la Pêche maritime, du Développement Rural et des Eaux et Forêts, à 96 millions de quintaux, en hausse de 186% par rapport à l'année précédente et de 32% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Cette évolution reflète des conditions climatiques favorables avec une bonne répartition temporelle des précipitations dans la majorité des régions céréalières.

Pour les autres cultures végétales, la production a augmenté de 16,1% pour les agrumes et de 3,3% pour les palmiers dattiers et a, en revanche, baissé de 26,6% pour les oliviers.

Pour la campagne agricole 2017-2018, une production céréalière moyenne de 70 millions de quintaux est retenue, avec l'hypothèse d'une poursuite de la tendance haussière des autres cultures.

7.2 Projections macroéconomiques

Allègement du déficit du compte courant

Le déficit du compte courant devrait marquer une atténuation, pour avoisiner 3,9% du PIB en 2017 et 4% en 2018. Les importations devraient décélérer à moyen terme. En particulier en 2017, les acquisitions de biens d'équipement devraient enregistrer un net ralentissement tandis que la facture énergétique ressortirait en hausse pour la première fois depuis 2012. Pour sa part, le taux d'accroissement des exportations devrait s'accélérer en liaison notamment avec la reprise des ventes de phosphates et dérivés et l'amélioration de la croissance de la zone euro. La dynamique du secteur automobile devrait se poursuivre mais à un rythme moindre qu'en 2016. Pour ce qui est des recettes de voyage et des transferts des MRE, ils devraient rester à un niveau inférieur à celui de 2016, mais proche de leur moyenne de 2014 et 2015. L'amélioration du compte courant suppose également une entrée de dons en provenance des partenaires du CCG de 8 milliards de dirhams en 2017 et en 2018.

Tenant compte des prévisions des principales rubriques du compte financier, notamment les entrées d'IDE prévus à près de 34 milliards en 2017 et 40 milliards en 2018, les réserves internationales nettes devraient avoisiner 230 milliards de dirhams en 2017 et 234 milliards en 2018 assurant ainsi la couverture de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services au terme de 2018.

Tableau 7.1 : Les principales composantes de la balance des paiements

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

* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Dépréciation du taux de change effectif réel et poursuite de l'amélioration du crédit bancaire

Après un léger resserrement en 2016, lié principalement à l'appréciation du taux de change effectif réel, les conditions monétaires devraient s'assouplir en 2017 sous l'effet de l'orientation accommodante de la politique monétaire et de la dépréciation du taux de change effectif réel. Cette dernière est liée à la récente appréciation de l'euro et au faible niveau d'inflation faible au Maroc comparativement aux principaux partenaires concurrents et commerciaux. En 2018, les conditions monétaires devraient rester globalement neutres sous l'effet du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire et une stabilité du taux de change effectif réel.

Suite à la révision à la baisse des réserves de change et tenant compte de l'évolution récente des autres facteurs de liquidité, le déficit de liquidité devrait s'accroître à 46,8 milliards à fin 2017 et à 53,9 milliards à fin 2018. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il devrait augmenter de 4,5% en 2017 et de 5% en 2018, prévisions inchangées par rapport à celles du mois de juin. Dans ces conditions, la croissance de M3 devrait s'établir à 3,5% à fin 2017. En 2018, l'amélioration prévue des réserves de change devrait se traduire par un accroissement de 4,9% de la masse monétaire.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

	Réalizations				Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2017	2018
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	1,7	3,8	0,3	3,9	4,5	5,0	0,0	0,0
M3 (variation en %)	3,1	6,2	5,7	4,7	3,5	4,9	-0,1	0,0
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-68,4	-40,6	-16,5	-14,7	-46,8	-53,9	-12,2	-10,4

Source : BAM.

Reprise de l'activité économique en 2017 après le fort ralentissement observé en 2016

La prévision de la croissance nationale pour 2017 a été légèrement révisée à la baisse comparativement à juin. Le PIB devrait rebondir de 4,3% après une progression de 1,2% un an auparavant. Cette performance reflète une

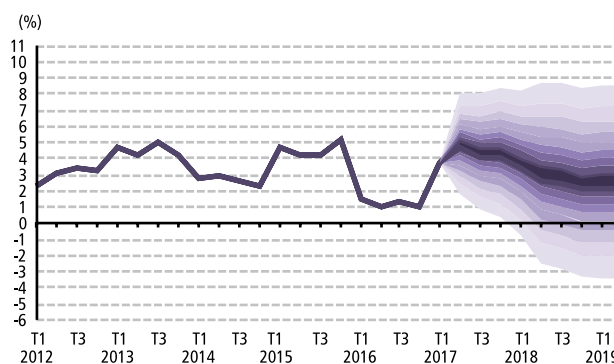
hausse de 14,7% de la valeur ajoutée agricole, au lieu d'un repli de 12,8% en 2016, et une progression de 3% du PIB non agricole.

Le rebond de la croissance devrait être soutenu par la poursuite de la vigueur de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, par l'amélioration des exportations nettes. Par composante, la consommation finale des ménages devrait se raffermir, portée par la hausse des revenus des ménages suite à l'amélioration aussi bien de la valeur ajoutée agricole que des activités non agricoles. Pour sa part, l'investissement devrait maintenir un rythme de croissance soutenu, bien qu'en décélération. Quant à la consommation des administrations publiques, elle devrait maintenir un rythme de croissance modéré en relation avec les efforts de maîtrise des dépenses de fonctionnement. Parallèlement, la contribution négative des exportations nettes de biens et services à la croissance en 2016 devrait s'estomper, résultat de la reprise de la demande étrangère, de la dépréciation du taux de change effectif réel ainsi que de la forte décélération de l'expansion des importations de biens et services, elle-même liée au ralentissement rapide de la progression des achats de biens d'équipement.

En 2018, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole moyenne, la valeur ajoutée agricole devrait baisser de 1% ramenant la croissance globale à 3,1%. Les activités non agricoles devraient, quant à elles, poursuivre leur amélioration avec un rythme de 3,6%.

Cette décélération refléterait principalement celle de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, la baisse des exportations nettes. La croissance de la consommation finale des ménages devrait ainsi ralentir suite à la contraction des revenus agricoles. Quant à l'investissement, bien qu'en décélération, son rythme de progression reste relativement soutenu en liaison avec la poursuite des grands projets notamment l'implantation de l'usine Peugeot et la poursuite du rythme de l'investissement public. Pour leur part, les exportations nettes devraient légèrement diminuer en lien avec le ralentissement de la demande étrangère et la dissipation de l'effet de la dépréciation du taux de change effectif réel.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2017 - T2 2019), en glissement annuel *



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

Sources : données du HCP, calcul et prévisions BAM.

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

	Réalizations					Prévisions		Ecart (sept./ juin)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2017	2018
Croissance nationale	3,0	4,5	2,7	4,5	1,2	4,3	3,1	-0,1	0,0
VA agricole	-9,1	17,2	-2,2	11,9	-12,8	14,7	-1,0	1,3	-0,1
PIB non agricole	4,7	2,9	3,4	3,7	3,1	3,0	3,6	-0,3	0,0

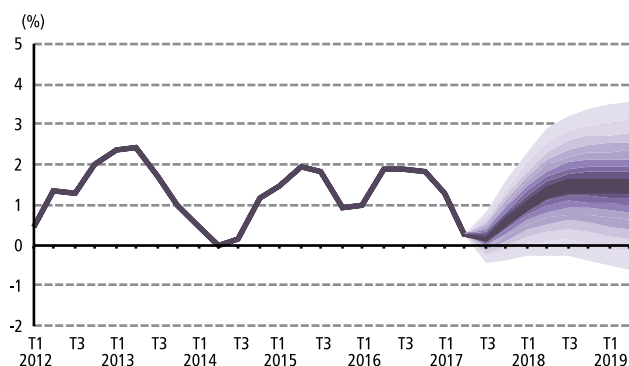
Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Globalement, après avoir évolué en dessous de son potentiel en 2016, l'activité nationale devrait reprendre en 2017, ramenant le cycle économique en territoire positif sous l'effet de l'amélioration des revenus, de la demande étrangère et de l'orientation accommodante de la politique monétaire.

L'inflation sous-jacente devrait augmenter graduellement tout en restant modérée à moyen terme

A moyen terme, l'inflation sous-jacente devrait augmenter modérément passant d'un taux de 0,8% en 2016 à 1,4% en 2017 et à 1,6% en 2018. Cette évolution s'explique principalement par la consolidation prévue de la demande intérieure et la hausse de l'inflation importée. Toutefois, ces prévisions ont été légèrement revues à la baisse par rapport à l'exercice de juin en lien avec le ralentissement de la hausse des prix de certains produits alimentaires inclus dans la sous-jacente.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2017 - T2 2019)*



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Tableau 7.4 : Inflation

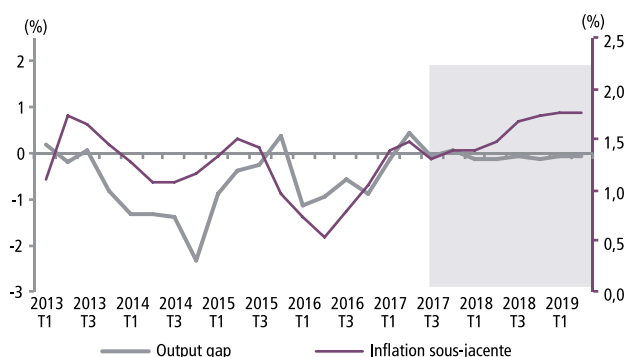
	Réalizations		Prévisions			Ecart (sept./juin)	
	2015	2016	2017	2018	Horizon de 8 trimestres	2017	2018
Inflation	1,6	1,6	0,6	1,3	1,1	-0,3	-0,3
Inflation sous-jacente	1,3	0,8	1,4	1,6	1,6	-0,2	-0,3

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

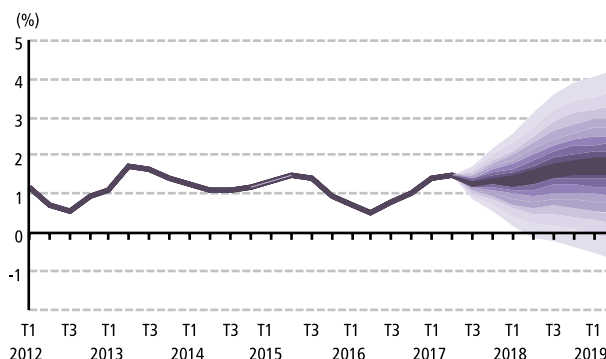
Les prix des carburants et lubrifiants devraient marquer une hausse en 2017, à un rythme toutefois moins prononcé que prévu en juin en liaison avec la révision à la baisse de la hausse des cours du pétrole. Pour leur part, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient accuser un recul en 2017 à un rythme comparable à celui prévu en juin avant de se stabiliser en 2018.

Au total, après s'être établie à 1,6% en 2016, l'inflation devrait décélérer à 0,6% en 2017 avant de passer à 1,3% en 2018. Sur l'horizon de prévision, l'inflation s'établirait en moyenne à 1,1%.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2017 - T2 2019)*



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

Sources : HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

Plusieurs risques entourent le scénario central de prévision de la croissance avec globalement une balance de risque équilibrée. Une croissance plus vigoureuse dans la zone euro en liaison avec la poursuite de l'assouplissement monétaire, l'atténuation des risques liés aux politiques eurosceptiques ainsi qu'un impact moins prononcé du Brexit pourraient impacter positivement la croissance nationale. En revanche, les tensions géopolitiques, les incertitudes autour des politiques commerciales de l'administration américaine, les turbulences financières pouvant émaner d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire de la FED ainsi que les risques liés aux fragilités financières en Chine et dans certains pays européens pourraient engendrer des effets négatifs sur la demande étrangère adressée au Maroc.

En ce qui concerne la prévision de l'inflation, plusieurs risques peuvent impacter sa prévision à la hausse. Il s'agit principalement d'une augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social, d'une hausse plus importante que prévu des prix internationaux des produits alimentaires de base ainsi qu'un accroissement plus accentué des cours des produits énergétiques, sous l'effet du raffermissement de la demande mondiale et la poursuite de la tendance baissière des stocks américains.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

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

Graphique 1.9	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	20
Graphique 1.10	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	20
Graphique 1.11	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 2.1	: Ventilation des exportations du secteur automobile entre 2014 et 2017, à fin juin	21
Graphique 2.2	: Evolution des transferts MRE	22
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	24
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	25
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques	25
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	26
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	26
Graphique 3.6	: Ecart monétaire	26
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	27
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	27
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande	28
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	28
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	29
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	29
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au deuxième trimestre 2017	29
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	30
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	30
Graphique 3.17	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM	31
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	33
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	34
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement, cumul de janvier à juillet.....	34
Graphique 4.5	: Soldes budgétaires, cumul de janvier à juillet.....	34
Graphique 4.6	: Soldes budgétaires et financements cumul de janvier à juillet.....	35
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	36
Graphique 5.1	: Dépenses de la consommation finale nationale	37
Graphique 5.2	: PIB par composante	38
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	39
Graphique 5.4	: Créations d'emplois par secteur.....	39
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	40
Graphique 5.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	40
Graphique 5.7	: Output-gap global	41
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	42
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	43
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	43
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	44
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	44
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	45
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises	45
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	45
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	45
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import	46
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire	46
Graphique 6.12	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	46
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro	49

Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE.....	49
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	50
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires.....	51
Graphique 7.5	: Prix du pétrole brut	51
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	51
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	51
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2017 - T2 2019)	54
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2017 - T2 2019)	55
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	56
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2017 - T2 2019)	56

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	16
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage	17
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	20
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	21
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	21
Tableau 2.3	: Evolution des importations	22
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits à l'import	22
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services	22
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	25
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs	25
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	25
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	33
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	33
Tableau 4.3	: Financements des déficits	35
Tableau 4.4	: Perspectives d'endettement du Trésor	35
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	41
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	43
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	44
Tableau 7.1	: Les principales composantes de la balance des paiements.....	53
Tableau 7.2	: Masse monétaire et du crédit bancaire.....	53
Tableau 7.3	: Croissance économique	55
Tableau 7.4	: Inflation.....	55