



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 41 /2016

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 20 DECEMBRE 2016

Dépôt légal : 2007/0033

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	23
2.1 Evolution de la balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance courante	24
2.3 Compte financier	25
3. Monnaie, crédit et marché des actifs	26
3.1 Conditions monétaires	26
3.2 Prix des actifs	30
4. Orientation de la politique budgétaire	34
4.1 Recettes ordinaires	34
4.2 Dépenses publiques	35
4.3 Déficit et financement du Trésor	37
5. Demande, offre et marché du travail	39
5.1 Demande intérieure	39
5.2 Demande extérieure	40
5.3 Offre globale	40
5.4 Marché du travail et capacités de production	42
6. Evolution récente de l'inflation	45
6.1. Evolution de l'inflation	45
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	47
6.3. Anticipations de l'inflation	47
6.4. Prix à l'importation et à la production	48
7. Perspectives à moyen terme	50
Synthèse	50
7.1 Hypothèses sous-jacentes	52
7.2 Projections macroéconomiques	55
7.3 Balance des risques	60
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	61
LISTE DES GRAPHIQUES	62
LISTE DES TABLEAUX	64
LISTE DES ENCADRES	64

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib :

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Commissaire du Gouvernement

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

M. Abdellatif BELMADANI

M. Mohammed BENAMOUR

Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN

M. Bassim JAI-HOKIMI

M. Mustapha MOUSSAOUI

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 20 Décembre 2016

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa dernière réunion trimestrielle de l'année 2016 le mardi 20 décembre.
2. Tenant compte d'une prévision d'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et au regard de l'évolution prévue de la situation économique à moyen terme, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur continue d'assurer des conditions monétaires appropriées et a décidé ainsi de le maintenir inchangé à 2,25%.
3. Le Conseil a noté que l'inflation est revenue de 1,9% en moyenne au troisième trimestre à 1,6% en octobre, sous l'effet principalement de la décélération de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle devrait en effet avoisiner 1,6% en moyenne au terme de l'année et s'établir à des niveaux modérés à moyen terme. Elle reviendrait ainsi à 1% en 2017, en liaison avec la dissipation prévue des effets des chocs sur les prix des produits alimentaires à prix volatils, avant d'augmenter à 1,5% en 2018. Sa composante sous-jacente devrait s'inscrire dans une tendance haussière, passant de 0,8% en 2016 à 1,5% en 2017 et à 1,7% en 2018, sous l'effet notamment de l'amélioration prévue de la demande intérieure.
4. Au niveau international, la reprise de l'économie mondiale se poursuit, tirée par l'amélioration de l'activité dans les principaux pays avancés. Elle reste toutefois lente et entourée de fortes incertitudes liées notamment aux modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et à l'orientation future des politiques commerciale et budgétaire des Etats-Unis. Dans la zone euro, la croissance devrait se situer à 1,6% en 2016 avant de progresser à 1,8% en 2017 et ralentir à 1,6% en 2018 sous l'effet du Brexit. Aux Etats-Unis, elle ralentirait à 1,6% en 2016, pénalisée par l'appréciation du dollar et l'affaiblissement de l'investissement, avant de s'accélérer à 2,2% en 2017 et se consolider à 2,5% en 2018. Sur le marché du travail, la situation continue de s'améliorer aux Etats-Unis, le taux de chômage ayant enregistré une sensible diminution en novembre à 4,6% et devant terminer l'année 2016 avec une moyenne de 4,9% et se stabiliser à ce niveau à moyen terme. Dans la zone euro, le chômage poursuit sa baisse mais lentement, son taux devant ressortir à 10% en 2016 et diminuer à 9,7% en 2017. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est établie en Chine à 6,7% au troisième trimestre et devrait, sous l'effet du rééquilibrage de l'économie, poursuivre son ralentissement pour se situer à 6,1% en 2018. En parallèle, la contraction de l'activité continue de s'atténuer au Brésil et en Russie qui devraient renouer avec la croissance à partir de 2017.
5. Sur les marchés des matières premières, après l'annonce le 30 novembre de l'accord de Vienne pour la réduction de la production, le prix du pétrole a enregistré une hausse sensible et s'est stabilisé par la suite autour de 54\$/baril. Il devrait terminer l'année 2016 avec une moyenne de 43,1\$/baril et augmenter à 51,6\$/baril en 2017 et à 53,5\$/baril en 2018. Pour les phosphates et dérivés, les prix ont été en baisse sur les 11 premiers mois de l'année, avec des reculs de 15% pour le brut à 104\$/mt, de 19% pour le DAP à 323\$/mt et de 29% pour le TSP à 270\$/mt. A moyen terme, ils devraient évoluer autour de ces niveaux, en relation avec les surplus de production et le niveau bas des prix des produits alimentaires.

6. Dans ces conditions, l'inflation continue d'évoluer à des niveaux faibles à modérés dans les pays avancés, mais devrait enregistrer des hausses sensibles à moyen terme sous l'effet notamment de la dissipation de l'effet de la baisse des prix des produits énergétiques. Elle devrait ainsi passer dans la zone euro de 0,2% en 2016 à 1,5% en 2017 et en 2018. Aux Etats-Unis, après un taux prévu à 1,2% en 2016, elle atteindrait 2,4% en 2017 et 2,3% en 2018.
7. Dans ce contexte, la BCE a décidé lors de la réunion de son Conseil du 8 décembre de maintenir son taux directeur inchangé à 0%, tout en réitérant que l'ensemble de ses taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée et bien au-delà de l'horizon fixé pour son programme d'achats d'actifs. Elle a annoncé également que ce programme se poursuivra jusqu'à fin décembre 2017 et au-delà si nécessaire, et que le montant mensuel des achats sera toutefois réduit de 80 à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017. Pour sa part, la FED a décidé lors sa réunion du 14 décembre d'augmenter la fourchette cible des taux fédéraux de 0,25 point de pourcentage à 0,5%-0,75% et a réitéré que son Comité s'attend à ce que les conditions économiques évoluent d'une manière qui ne justifie que des hausses graduelles de sa fourchette cible.
8. Au niveau national, les données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre indiquent une croissance limitée à 0,5% avec une contraction de 10,9% de la valeur ajoutée agricole et un ralentissement du rythme du PIB non agricole à 2,1%. Du côté de la demande, cette décélération reflète une accentuation de la contribution négative des exportations nettes et un ralentissement de la consommation privée. Sur le marché du travail, la situation a été marquée au troisième trimestre par une nouvelle perte de 73 mille emplois, notamment dans l'agriculture et l'industrie y compris l'artisanat, et une baisse sensible du taux d'activité à 46,7%. Le taux de chômage a, en conséquence, reculé à 9,6% contre 10,1% un an auparavant. Au regard de ces évolutions, Bank Al-Maghrib a revu sa prévision de la croissance pour 2016 à la baisse à 1,2%, avec un repli de 9,6% de la valeur ajoutée agricole et un ralentissement du PIB non agricole à 2,6%. A moyen terme et sous l'hypothèse de campagnes agricoles moyennes pour les deux prochaines années, la croissance devrait s'accélérer à 4,2% en 2017 et s'établir à 3,7% en 2018. La progression de sa composante non agricole devrait s'accélérer à 3,4% puis à 3,7% respectivement, soutenue par un accroissement des revenus, notamment agricoles, et des conditions monétaires accommodantes.
9. Au plan des comptes extérieurs, le solde commercial s'est creusé de 25,3 milliards à fin novembre, ramenant le taux de couverture à 55%. Cette évolution résulte à la fois d'un ralentissement des exportations, sous l'effet notamment de la baisse des ventes des phosphates et dérivés, et d'une accélération du rythme des importations, la baisse de la facture énergétique ayant été moins importante que la hausse des acquisitions de biens d'équipement. Pour les autres principales composantes du compte courant, les transferts des MRE se sont accrus de 4,2% et les recettes voyages de 4,1%. Tenant compte de ces évolutions et sous l'hypothèse d'une entrée de dons des partenaires du CCG de 8 milliards de dirhams annuellement entre 2016 et 2018, le déficit du compte courant devrait s'établir à des niveaux légèrement plus élevés que prévu en septembre. Il avoisinerait 2,8% du PIB en 2016 et s'allégerait à 2,1% en 2017 et à 2,5% en 2018. Sous l'hypothèse de la poursuite de l'afflux d'IDE d'un niveau comparable aux années précédentes, les réserves de change devraient continuer à se renforcer, mais à un rythme moins soutenu que prévu en septembre, pour assurer la couverture de 6 mois et 21 jours d'importations de biens et services à fin 2016, 7 mois au terme de 2017 et 7 mois et 12 jours à fin 2018.

10. S'agissant des conditions monétaires, elles ont été marquées au troisième trimestre, par une nouvelle diminution des taux débiteurs de 17 points de base à 5,08%, portant ainsi la baisse totale de ces taux à 95 points de base sur les 8 derniers trimestres. Dans ces conditions, le rythme du crédit au secteur non financier continue de s'améliorer progressivement, avec notamment une accélération des prêts aux entreprises. Tenant compte de ces évolutions, sa prévision a été ajustée à la hausse à 3,5% pour 2016. A moyen terme, son rythme devrait davantage s'améliorer pour atteindre 4% en 2017 et 4,5% en 2018, soutenu par la reprise prévue de la croissance non agricole et les conditions monétaires accommodantes. Pour sa part, le taux de change effectif a connu une appréciation en termes réels, qui devrait s'estomper progressivement en 2017 et en 2018, en liaison notamment avec l'accélération prévue de l'inflation des pays partenaires et concurrents.
11. Concernant les finances publiques, l'exécution budgétaire des onze premiers mois de l'année s'est soldée par un alourdissement de 4,9% des dépenses globales, avec notamment des augmentations de l'investissement et des dépenses au titre de biens et services, la charge de compensation s'étant, en revanche, allégée de 14,3%. En parallèle, les recettes ordinaires, hors privatisation, se sont améliorées de 5,4%, reflétant la hausse des recettes fiscales et des dons des pays partenaires du CCG qui ont atteint 4,5 milliards de dirhams. Au total, le déficit budgétaire s'est légèrement atténué à 38,8 milliards de dirhams et devrait pour l'ensemble de l'année 2016 avoisiner 3,5% du PIB. A moyen terme, l'ajustement budgétaire devrait continuer sous l'hypothèse de la poursuite de la mobilisation des recettes et d'une meilleure maîtrise des dépenses courantes. Le déficit devrait ainsi s'alléger à 3,1% du PIB en 2017, en ligne avec l'objectif du projet de loi de finances, avant de revenir à 2,8% en 2018.
12. Par ailleurs, le Conseil a examiné et approuvé le budget de la Banque de l'exercice 2017.
13. Le Conseil a également examiné et validé la stratégie de gestion des réserves de change pour 2017.
14. Après avoir passé en revue le rapport du Comité d'audit, le Conseil a approuvé le programme d'audit interne pour l'exercice 2017.
15. Enfin, le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2017 comme suit :

21 mars

20 juin

26 septembre

19 décembre

APERÇU GÉNÉRAL

Au troisième trimestre de l'année, l'activité économique s'est globalement améliorée dans les pays avancés, avec notamment une accélération de la croissance à 1,6% aux Etats-Unis et une stagnation à 1,7% dans la zone euro. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée à 6,7% en Chine pour le deuxième trimestre consécutif et a légèrement ralenti en Inde à 7,1%, alors que la contraction du PIB s'est atténuée au Brésil à 2,9% et en Russie à 0,4%. Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage a enregistré un recul sensible aux Etats-Unis en novembre, s'établissant à 4,6%, soit le niveau le plus bas enregistré depuis 2007. Dans la zone euro, ce taux est revenu à 9,8% en octobre, en baisse de 0,1 point d'un mois à l'autre.

Sur les marchés financiers, les principaux indices des économies avancées ont enregistré entre octobre et novembre des évolutions divergentes. L'EUROSTOXX50 a diminué de 0,6% et le FTSE 100 de 2,9%, alors que le Dow Jones et le NIKKEI 225 ont marqué des hausses de 2,6% et de 3,2% respectivement. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a accusé un recul de 4,8%, reflétant notamment des baisses des indices de la Turquie, de l'Inde et de la Chine. Sur les marchés de la dette souveraine, les taux des bons à 10 ans ont augmenté pour les principaux pays avancés avec des hausses de 0,4 point de pourcentage pour la France, de 0,2 point pour l'Allemagne et de 0,3 point pour les Etats-Unis. Pour les principales économies émergentes, à l'exception de l'Inde où il a baissé de 0,2 point de pourcentage, ce taux a également marqué des hausses de 0,6 point pour le Brésil, de 0,1 point pour la Chine et de 0,9 point pour la Turquie. Sur les marchés de change, l'euro s'est déprécié de 1,9% par rapport au dollar et de 2,6% vis-à-vis de la livre sterling, tandis qu'il s'est apprécié de 1,8% par rapport au yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le yuan chinois s'est déprécié de 1,5% par rapport au dollar, le real brésilien de 4,4%, la roupie indienne de 1,2% et la livre turque de 6,1%. Concernant le crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré entre octobre et novembre une décélération aux Etats-Unis à 7,4%, et s'est, en revanche, légèrement accéléré à 2% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, le prix du Brent a rebondi le 30 novembre de 7,6% à 50,1 dollars le baril, suite à l'accord des membres de l'OPEP de réduire la production du pétrole. Sur l'ensemble du mois, sa moyenne s'est établi à 46,9\$/baril, en baisse de 8,7% par rapport à octobre, mais en augmentation de 8,7% par rapport à la moyenne mensuelle des neuf premiers mois de l'année. Pour les produits hors énergie, l'indice Dow Jones-UBS a affiché une importante hausse de 13% en glissement annuel. Pour les phosphates et dérivés en particulier, le prix du brut est revenu de 110 à 104 dollars la tonne entre octobre et novembre, alors que ceux du DAP et du TSP ont reculé de 3% et de 1,1% respectivement.

Dans ces conditions, l'inflation s'est établie, en novembre, à 0,6% dans la zone euro et à 1,7% aux Etats-Unis.

En termes de décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 8 décembre de maintenir son taux directeur à 0%, tout en réitérant que l'ensemble de ses taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour ses achats d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles, elle a annoncé que ses achats d'actifs mensuels se poursuivront au rythme actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017, et qu'à partir d'avril 2017, ce montant sera ramené à 60 milliards d'euros jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce qu'elle constate un ajustement

durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Elle a également précisé que si, pendant ce temps, 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, son Conseil des Gouverneurs envisage d'augmenter le volume de son programme et/ou d'allonger sa durée. Pour sa part, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion du 14 décembre, de relever la fourchette cible de ses taux fédéraux de 0,25 point de pourcentage à [0,50%-0,75%], en indiquant que l'orientation de la politique monétaire reste accommodante. En ce qui concerne le rythme de la normalisation de sa politique monétaire, elle a réitéré qu'elle s'attend à ce que les conditions économiques évoluent d'une manière qui ne justifie que des hausses graduelles de sa fourchette cible.

Au plan national, les exportations ont ralenti à 1,4% sur les onze premiers mois de l'année, impactées notamment par la baisse des prix des phosphates et dérivés, les exportations de la construction automobile ayant, en revanche, poursuivi leur hausse avec un taux de 13,9%. En parallèle, les importations, ont augmenté de 8,3%, tirées par l'accroissement sensible des acquisitions des biens d'équipement et dans une moindre mesure de celles des voitures de tourisme, alors que la facture énergétique s'est contractée de 19,9%. Le solde commercial s'est ainsi creusé de 25,3 milliards, ramenant le taux de couverture de 58,7% à 55%. Pour les autres principales composantes du compte courant, les transferts des MRE et les recettes voyages se sont accrus de 4,2% et 4,1% respectivement. Tenant compte également de l'évolution des opérations financières, notamment des entrées de 30,2 milliards de dirhams au titre d'IDE, les réserves de change se sont renforcées de 13,1% à 249,8 milliards à fin novembre, soit l'équivalent de 7 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

Pour ce qui est de la liquidité bancaire, le besoin s'est creusé à 22 milliards de dirhams, résultat essentiellement de la hausse de la réserve obligatoire, suite à la décision du Conseil de BAM en juin de relever son taux de 2% à 4%, et de l'augmentation saisonnière de la circulation fiduciaire, les réserves de change ayant exercé un effet expansif. Bank-Al Maghrib a augmenté le volume de ses injections à 22,9 milliards, dont notamment 17,4 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 4,4 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Dans ces conditions, le TMP s'est aligné sur le taux directeur et les taux des bons du Trésor ont connu un ajustement à la hausse aussi bien sur le marché primaire que secondaire. Reflétant l'orientation accommodante de la politique monétaire, les taux débiteurs ont poursuivi leur tendance baissière, avec un nouveau recul de 17 points de base au troisième trimestre à 5,08%. Pour ce qui est du crédit bancaire, l'amélioration du rythme de progression du crédit au secteur non financier s'est poursuivie reflétant une accélération des prêts aux entreprises de 1,1% à 2,3% et une hausse des prêts aux entrepreneurs individuels de 2,8% après un recul de 1,2%. Tenant compte également d'une légère décélération des créances nettes sur l'administration centrale, le taux d'accroissement de la masse monétaire s'est accéléré de 5,1% à 5,5%.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire s'est établi à 34 milliards à fin octobre 2016, en creusement de 1,1 milliard par rapport à la même période de 2015. Les dépenses globales se sont alourdies de 5,1% ou 11,5 milliards, reflétant notamment l'augmentation de 12,4% des dépenses d'investissement et de 5,9% des dépenses de biens et services, la charge de compensation s'étant, en revanche, allégée de 16,6% à 9,8 milliards. En parallèle, les recettes ordinaires, hors privatisation, ont progressé de 5,5% ou 10,2 milliards, en liaison principalement avec l'accroissement de 4,8% des recettes fiscales et des dons CCG qui ont atteint 3,3 milliards contre 1,7 milliard un an auparavant. Tenant compte également d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 5,8 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 33,4 milliards, en allègement de 9,8 milliards par rapport à la même période de 2015. Ce

besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 30,4 milliards et par un flux net extérieur de 2,4 milliards. La dette publique directe aurait augmenté de 3,4% à fin octobre par rapport à son niveau à fin décembre 2015, avec des hausses des encours aussi bien de la dette intérieure qu'extérieure.

Concernant les comptes nationaux, après s'être établie à 1,7% au premier trimestre, la croissance s'est limitée à 0,5% au deuxième trimestre 2016, soit le taux le plus faible enregistré depuis 2008. Cette décélération s'explique par une baisse de la valeur ajoutée agricole de 10,9% et un ralentissement du PIB non agricole à 2,1%, avec notamment une sensible décélération de la valeur ajoutée des industries de transformation de 2,9% à 1,9%. Du côté de la demande, le recul de la croissance reflète un creusement de la contribution négative des exportations nettes ainsi qu'une décélération de la consommation des ménages de 2,7% à 2,2% et de l'investissement de 5,0% à 3,9%.

Au niveau du marché du travail, l'économie nationale a accusé, au troisième trimestre, une nouvelle perte de 73 mille emplois. Cette baisse recouvre des pertes de 66 mille postes dans le secteur agricole, 44 mille dans l'industrie y compris l'artisanat, 15 mille dans les services, première baisse depuis le deuxième trimestre 2010, et une création de 52 mille postes dans le BTP. Tenant compte d'une baisse importante de 1,2 point de pourcentage du taux d'activité, le taux de chômage a accusé un repli de 10,1% à 9,6%.

Sur le marché des actifs, les prix immobiliers ont progressé, en glissement trimestriel, de 0,6% au troisième trimestre après 0,2% un trimestre auparavant et les transactions ont augmenté de 14% après 2,6%. La dynamique des ventes a concerné toutes les catégories d'actifs immobiliers, avec notamment une progression de 18,8% des ventes d'appartements. Au niveau de la bourse des valeurs, le MASI a poursuivi sa tendance haussière observée depuis le début de l'année, affichant une hausse de 6,3% entre octobre et novembre, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 19,6%. Quant aux transactions, leur volume mensuel sur le marché central est resté relativement faible, s'établissant à 3,5 milliards de dirhams en moyenne entre octobre et novembre après 7,9 milliards au troisième trimestre.

Pour ce qui est de l'évolution des prix, l'inflation s'est située à un niveau relativement élevé de 1,9% en moyenne aux deuxième et troisième trimestres de 2016, suite à des chocs d'offre successifs sur certains produits alimentaires. En octobre, elle est revenue à 1,6%, sous l'effet principalement de la décélération du rythme de progression des prix de plusieurs produits alimentaires à prix volatils. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est accélérée de 0,8% au troisième trimestre à 1% en octobre, reflétant le renchérissement des biens échangeables, en particulier des légumineuses sèches, la progression des prix des produits non échangeables étant restée quasiment stable à 1,1%.

En termes de perspectives, la reprise de l'économie mondiale devrait se poursuivre, quoiqu'à un rythme lent, tirée par l'amélioration de l'activité dans les principaux pays avancés favorisée par l'assouplissement des conditions monétaires et le niveau relativement bas des prix des matières premières. En particulier, dans la zone euro, la croissance devrait se situer à 1,6% en 2016 avant de progresser à 1,8% en 2017 et revenir à 1,6% en 2018 sous l'effet des incertitudes liées au Brexit. Aux Etats-Unis, la croissance ralentirait à 1,6% en 2016, pénalisée par l'appréciation du dollar et l'affaiblissement de l'investissement et devrait afficher une reprise en 2017 à 2,2% et se consolider à 2,5% en 2018.

Sur le marché du travail, le FMI table, dans ses projections d'octobre, sur la poursuite de l'amélioration de la situation aux Etats-Unis, le taux de chômage devant revenir à 4,9% en 2016 et à 4,8% en 2017. Pour la zone euro, les prévisions du FMI indiquent une baisse sensible de 0,9 point de pourcentage à 10% en 2016 puis à 9,7% en 2017. En particulier, pour les principaux pays partenaires du Maroc, ce taux devrait revenir en 2016 à 19,4% en Espagne et à 9,8% en France et en 2017 à 18% et 9,6% respectivement.

Sur le marché des matières premières, et au regard de la lenteur de la reprise de l'activité économique mondiale, les cours devraient continuer à évoluer à un niveau relativement bas à moyen terme. Les prévisions de BAM supposent des prix de 43,1\$/baril en 2016, de 51,6\$/baril en 2017 et de 53,5\$/baril en 2018. Pour ce qui est des phosphates, les prix devraient poursuivre leur évolution à des niveaux bas, leurs prévisions ayant été légèrement ajustées à la baisse aussi bien pour le phosphate roche que pour les dérivés, en relation notamment avec le surplus des capacités de production et le niveau faible des prix internationaux des produits alimentaires.

Dans ce contexte, l'inflation dans la zone euro devrait ressortir à 0,2% en 2016 et augmenter sensiblement pour atteindre 1,5% en 2017 et 1,6% en 2018. Aux Etats-Unis, l'inflation devrait s'établir à 1,2% en 2016 avant de s'accroître à 2,4% en 2017 et revenir à 2,3% en 2018.

Au niveau national, les exportations devraient finir l'année avec une progression limitée de 1,9%, impactée notamment par la baisse des prix des phosphates. Elles devraient s'accroître à 5,5% en 2017 et se situer à 4,8% en 2018, soutenues par la progression des ventes de la construction automobile, quoiqu'à un rythme moins rapide, et par la reprise en 2017 des ventes de phosphates suite à la dissipation de l'effet de la baisse des prix en 2016. Les importations, pour leur part, devraient augmenter de 5,7% en 2016, rythme plus élevé que prévu en septembre, en liaison notamment avec la révision à la hausse des acquisitions des biens d'équipements. A moyen terme, elles devraient progresser de 4,5% en 2017 et de 5,9% en 2018, en relation avec la reprise de la croissance et l'augmentation graduelle des prix du pétrole.

Tenant compte de ces éléments et sous l'hypothèse d'une entrée de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards en 2016 et durant les deux années suivantes, la prévision du déficit du compte courant a été ajustée à 2,8% du PIB en 2016, à 2,1% en 2017 et à 2,5% en 2018. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse de la poursuite de l'afflux d'IDE, les réserves internationales devraient continuer à se renforcer mais à un rythme plus lent que prévu en septembre. Elles devraient assurer la couverture de 6 mois et 21 jours d'importations de biens et services en 2016, 7 mois en 2017 et 7 mois et 12 jours en 2018.

Tenant compte de la révision à la baisse des réserves de change et de l'évolution récente des autres facteurs de liquidité, la situation de la liquidité bancaire devrait ressortir déficitaire à 18,8 milliards à fin 2016 et s'atténuer graduellement à 1,7 milliard à l'horizon du quatrième trimestre 2018. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, et tenant compte d'une légère amélioration observée à fin octobre, sa prévision pour 2016 a été ajustée à la hausse à 3,5%. A moyen terme, son rythme devrait s'accroître davantage pour atteindre 4% en 2017 et 4,5% en 2018, en relation principalement avec l'accélération prévue de la croissance non agricole.

Sur le volet des finances publiques, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme. Tenant compte de l'exécution budgétaire au titre des dix premiers mois de l'année, la prévision du déficit budgétaire pour 2016

a été ajustée à 3,5% au lieu de 3,8% prévu en septembre. En 2017, ce déficit devrait s'alléger à 3,1% du PIB, en ligne avec le PLF 2017. Pour 2018, et sous l'hypothèse de la poursuite des efforts de mobilisation des recettes et d'une meilleure maîtrise des dépenses courantes, le déficit budgétaire devrait revenir à 2,8% du PIB.

Dans ces conditions, et tenant compte des données des comptes nationaux relatives aux deux premiers trimestres de l'année et de l'évolution récente de certains indicateurs infra-annuels, la prévision de la croissance a été revue à la baisse en 2016 à 1,2%. La valeur ajoutée agricole devrait accuser une baisse de 9,6% et le PIB non agricole devrait ralentir à 2,6%. A moyen terme, la croissance devrait s'accélérer à 4,2% en 2017 et à 3,7% en 2018, soutenue par des conditions monétaires accommodantes et une hausse des revenus, notamment agricoles. Ainsi, sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne durant les deux prochaines années, la VA agricole devrait s'accroître de 10,5% en 2017 et de 3,5% en 2018. De même, le rythme des activités non agricoles devrait s'améliorer graduellement, le PIB non agricole devant progresser de 3,4% en 2017 et de 3,7% en 2018. Du côté de la demande, la consommation des ménages devrait s'accélérer, l'investissement se consolider et la contribution des exportations nettes à la croissance s'améliorer.

Dans ce contexte, l'inflation devrait rester modérée autour de 1,6% en 2016, prévision inchangée par rapport à septembre, tandis qu'elle a été révisée à la baisse à 1% en 2017, en liaison avec la dissipation prévue des effets des chocs sur les prix des produits alimentaires à prix volatils. En 2018, la progression annuelle de l'indice des prix à la consommation devrait atteindre 1,5%. Quant à l'inflation sous-jacente, après un taux de 0,8% en 2016, elle devrait s'inscrire dans une tendance haussière pour se situer à 1,5% en 2017 et à 1,7% en 2018, sous l'effet de la dissipation prévue de l'appréciation du taux de change effectif nominal sur les prix des biens échangeables, de l'amélioration de la demande intérieure et de la hausse des cours internationaux des produits énergétiques.

Les prévisions établies demeurent entourées de plusieurs incertitudes avec une balance des risques orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation. La demande étrangère adressée au Maroc pourrait être affectée par une accentuation des incertitudes liées au Brexit, aux élections dans certains pays de la zone euro ainsi qu'à l'éventuel changement de la politique commerciale des Etats-Unis. Par ailleurs, une accélération de la hausse des prix du pétrole, suite à l'accord des pays de l'OPEP pour la réduction de la production, pourrait ralentir la reprise de l'activité économique des partenaires commerciaux du Maroc et impacter négativement la consommation des ménages.

De même, une augmentation plus importante que prévu des prix des produits énergétiques pourrait impacter la prévision centrale d'inflation à la hausse. En revanche, la persistance des pressions désinflationnistes dans la zone euro, liées aux incertitudes entourant la reprise, pourrait induire une baisse de l'inflation sous-jacente au Maroc.

بنك المغرب
بنك المغرب خير

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les données du troisième trimestre 2016 indiquent une amélioration de la croissance aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, tandis que la zone euro a enregistré une stagnation. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée en Chine et a ralenti en Inde. Les données du troisième trimestre pour le Brésil et la Russie, indiquent une atténuation de la contraction du PIB. Au niveau du marché de l'emploi, le taux de chômage a baissé à 4,6% en novembre aux Etats-Unis et à 9,8% en octobre dans la zone euro. De leur côté, les marchés financiers ont été marqués au cours du mois de novembre par des évolutions contrastées des principaux indices boursiers et une hausse quasi-générale des taux de rendement souverains des pays avancés et émergents. Sur les marchés des matières premières, les prix, qui demeurent à des niveaux relativement bas, ont globalement augmenté en glissement annuel pour les produits agricoles, les métaux de base et, dans une moindre mesure, pour les produits énergétiques. Dans ces conditions, le taux d'inflation est resté à des niveaux bas dans la plupart des pays avancés, en particulier dans la zone euro. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer au total l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données les plus récentes de la conjoncture économique des pays avancés dénotent d'évolutions différentes selon les pays. Ainsi, la croissance aux Etats-Unis a enregistré au troisième trimestre une hausse à 1,6% en glissement annuel, après 1,3% un trimestre auparavant, en liaison principalement avec une importante reconstitution des stocks, une accélération des exportations et une hausse des dépenses publiques qui ont plus que compensé le ralentissement de la consommation privée.

Dans la zone euro, la croissance a stagné d'un trimestre à l'autre à 1,7% en glissement annuel, englobant un recul de 1,2% à 1,1% en France et de 3,4% à 3,2% en Espagne, une hausse de 0,8% à 1,0% en Italie et une stabilisation à 1,7% en Allemagne.

Au Royaume-Uni, la croissance au troisième trimestre s'est consolidée à 2,3%, après 2,1% un trimestre auparavant, soutenue par la hausse de la consommation des ménages et le dynamisme des investissements et des exportations favorisées par la dépréciation de la livre sterling. Enfin, au Japon, la croissance a connu une légère amélioration passant de 0,9% à 1,0%.

Au niveau des pays émergents et en développement, la croissance en Chine est restée stable à 6,7% au troisième trimestre 2016, et a ralenti en Inde à 7,1% après 7,3% le trimestre précédent.

S'agissant du Brésil et de la Russie, la récession s'est poursuivie, avec toutefois des atténuations des contractions du PIB au troisième trimestre 2016 à -2,9% pour le Brésil et à -0,4% pour la Russie.

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

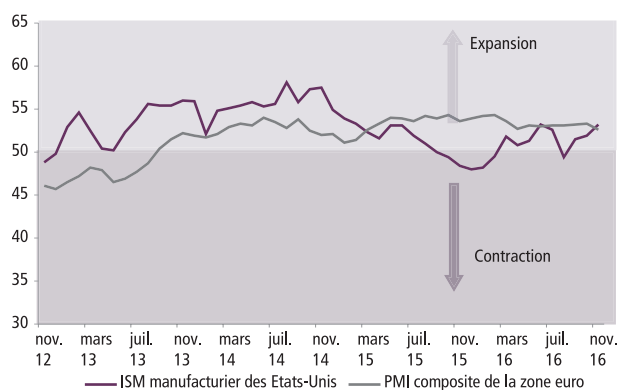
	2014		2015			2016		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
	Pays avancés							
Etats-Unis	2,5	3,3	3,0	2,2	1,9	1,6	1,3	1,6
Zone euro	1,3	1,8	2,0	1,9	2,0	1,7	1,7	1,7
France	0,6	1,3	1,1	1,1	1,3	1,4	1,2	1,1
Allemagne	1,6	1,1	1,8	1,7	1,3	1,8	1,7	1,7
Italie	0,1	0,4	0,6	0,6	0,9	1,0	0,8	1,0
Espagne	2,2	2,7	3,1	3,4	3,6	3,4	3,4	3,2
Royaume-Uni	3,5	2,9	2,4	1,9	1,7	1,9	2,1	2,3
Japon	-0,3	0,0	1,7	2,1	1,2	0,3	0,9	1,0

Pays émergents								
Chine	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7
Inde	6,7	6,2	7,2	7,3	6,9	7,4	7,3	7,1
Brésil	-0,3	-1,8	-3,0	-4,5	-5,8	-5,4	-3,6	-2,9
Turquie	3,0	2,4	4,0	4,7	4,7	4,3	3,1	N.D
Russie	0,3	-2,8	-4,5	-3,7	-3,8	-1,2	-0,6	-0,4

Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les indicateurs à haute fréquence du mois de novembre 2016, l'indice PMI composite de la zone euro s'est établi à 54,1 points contre 53,3 points en octobre, soit le plus haut niveau observé depuis 11 mois. Dans le même sens, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a atteint 53,2 points en novembre contre 51,9 points le mois précédent.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a sensiblement baissé en novembre à 4,6%, soit son plus bas niveau depuis août 2007, avec une création de 178.000 postes d'emploi contre 142.000 postes en octobre. Dans la zone euro, il a enregistré une diminution passant de 9,9% en septembre à 9,8% en octobre, soit le taux le plus faible depuis juillet 2009. Par pays, ce taux a diminué d'un mois à l'autre de 9,9% à 9,7% en France, de 19,3% à 19,2% en Espagne, de 4,2% à 4,1% en Allemagne, et de 11,7% à 11,6% en Italie. Quant au Royaume-Uni, les chiffres d'août indiquent un taux de chômage en baisse à 4,7% contre 4,8%, un mois auparavant.

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

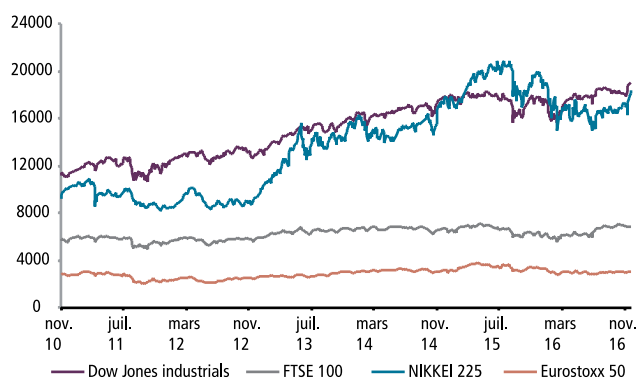
	2014		2015		2016		
					septembre	octobre	novembre
Etats-Unis	6,2	5,3	5,0	4,9	4,9	4,9	4,6
Zone euro	11,6	10,9	9,9	9,8	9,8	9,8	N.D
France	10,3	10,4	9,9	9,7	9,7	9,7	N.D
Italie	12,7	11,9	11,7	11,6	11,6	11,6	N.D
Allemagne	5,0	4,6	4,2	4,1	4,1	4,1	N.D
Espagne	24,5	22,1	19,3	19,2	19,2	19,2	N.D
Royaume-Uni	6,1	5,3	N.D	N.D	N.D	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

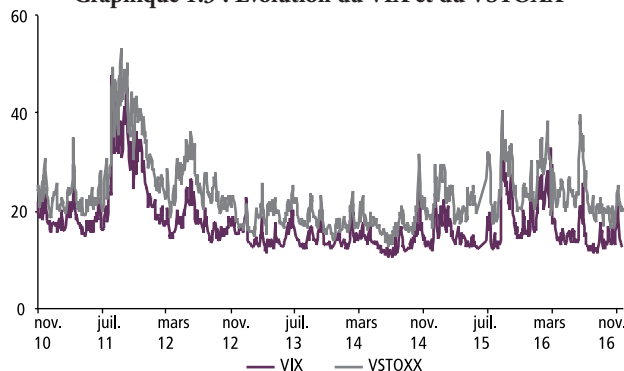
Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont enregistré entre octobre et novembre des évolutions divergentes selon les pays. Alors que l'EUROSTOXX50 a diminué de 0,6% et le FTSE 100 de 2,9%, le Dow Jones et le NIKKEI 225 ont marqué des hausses de 2,6% et de 3,2% respectivement. En termes de volatilité, le VSTOXX s'est établi à 21,9 points de base en novembre au lieu de 19,2 en octobre et le VIX à 15,4 points de base contre 14,6. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a accusé un recul de 4,8%, reflétant notamment des baisses de 9,5% de l'indice de la Turquie, de 7,2% de celui de l'Inde et de 4,6% de celui de la Chine.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX

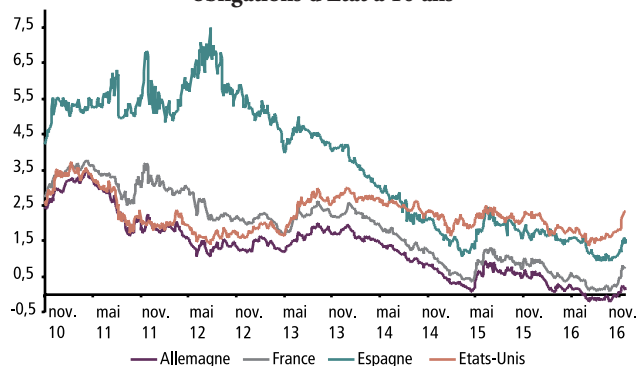


Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans dans les économies avancées a enregistré une hausse quasi-générale entre octobre et novembre. Il a augmenté de 1,1% à 1,4% pour l'Espagne, de 1,5% à 1,9% pour l'Italie, de 0,3% à 0,7% pour la France et de 0% à 0,2% pour l'Allemagne. En revanche, ce taux a diminué de 8,4% à 7,4% pour la Grèce. Pour sa part, le taux américain s'est accru, passant de 1,8% à 2,1%.

S'agissant des principales économies émergentes, à l'exception de l'Inde où il a baissé de 6,8% à 6,6%, le taux de rendement à 10 ans a marqué une hausse de 11,2% à 11,8% pour le Brésil, de 2,7% à 2,8% pour la Chine et de 9,6% à 10,5% pour la Turquie.

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

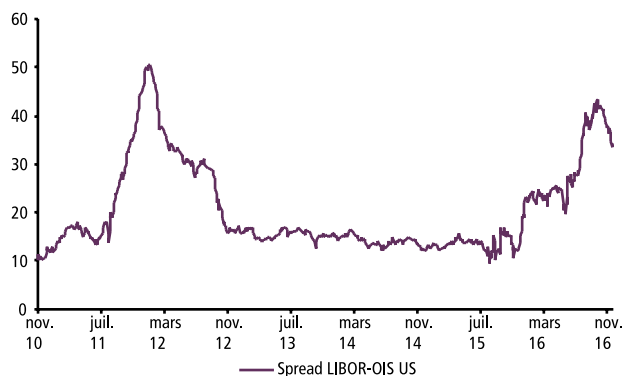


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a stagné à -0,31%, tandis que le Libor de même maturité a légèrement progressé passant de 0,88% à 0,90%. Le

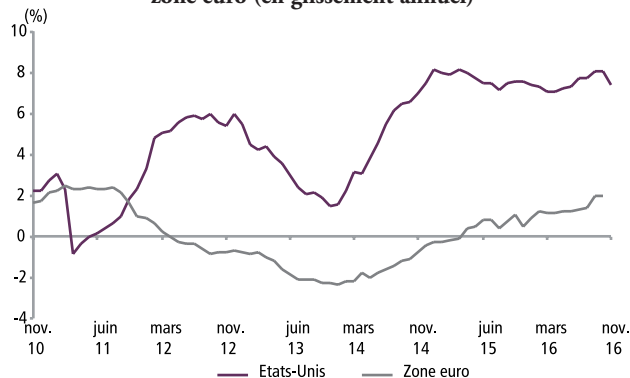
spread Libor-OIS dollar, quant à lui, est resté quasiment inchangé autour de 36 points de base. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré entre octobre et novembre une décélération aux Etats-Unis de 8% à 7,4%, alors qu'il a légèrement augmenté de 1,9% en septembre à 2% en octobre dans la zone euro.

Graphique 1.5: Evolution du Spread Libor-OIS



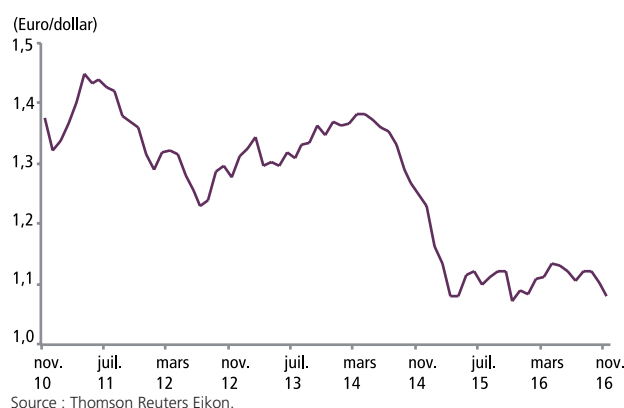
Source : Thomson Reuters Eikon.

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 déprécié entre octobre et novembre de 1,9% par rapport au dollar pour s'établir à 1,08 dollar, et de 2,6% contre la livre sterling. A l'opposé, il s'est apprécié de 1,8% vis-à-vis du yen japonais. Quant à l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est déprécié de 4,4%, la roupie indienne de 1,2%, la livre turque de 6,1% et le yuan chinois de 1,5%.

Graphique 1.7 : Evolution du taux de change euro/dollar

Dans ce contexte, à l'exception de la FED les Banques centrales des principaux pays avancés ont gardé inchangés leurs taux. Ainsi, La BCE a décidé le 8 décembre de maintenir son taux directeur à 0%, tout en réitérant que l'ensemble de ses taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour ses achats d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles, elle a annoncé la poursuite de ses achats d'actifs mensuels à hauteur de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017. A partir d'avril 2017, le montant mensuel des achats sera ramené à 60 milliards d'euros jusqu'à la fin décembre 2017 ou au-delà si nécessaire, et en tout cas jusqu'à ce qu'elle constate un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. Elle a également précisé que si, pendant ce temps, 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, la BCE envisage d'accroître le volume et / ou d'allonger la durée du programme.

Pour sa part, la FED a décidé lors de sa réunion du 14 décembre de relever la fourchette cible de son taux directeur d'un quart de point de pourcentage à [0,50%-0,75%]. La FED a indiqué que l'orientation de la politique monétaire reste accommodante soutenant ainsi une amélioration de la situation sur le marché du travail et un retour de l'inflation à 2%. Elle a rappelé

à nouveau que le timing et l'ampleur des futurs ajustements de cette fourchette dépendront de son évaluation des conditions économiques effectives et attendues en rapport avec ses deux objectifs d'un emploi maximum et d'une inflation à 2%. Elle a également réitéré que son Comité s'attend à ce que les conditions économiques évoluent d'une manière qui ne justifie que des hausses graduelles du taux des fonds fédéraux. Ce dernier devrait rester, pendant un certain temps, en-deçà des niveaux qui devraient prévaloir à plus long terme.

Enfin, la Banque d'Angleterre a décidé le 15 décembre de maintenir inchangé son taux directeur à 0,25% et de poursuivre son programme d'achats d'obligations. Elle a en outre indiqué que sa politique monétaire peut réagir aux changements des perspectives économiques afin de garantir un retour durable de l'inflation vers l'objectif de 2%.

Au niveau des pays émergents, La Banque centrale de Russie a décidé le 16 décembre, de maintenir son taux directeur à 10%, en indiquant que la dynamique de l'inflation et de l'activité économique est globalement en ligne avec ses prévisions et que les risques inflationnistes ont légèrement diminué. Elle a également souligné qu'elle pourrait réduire ce taux au cours du premier semestre de 2017.

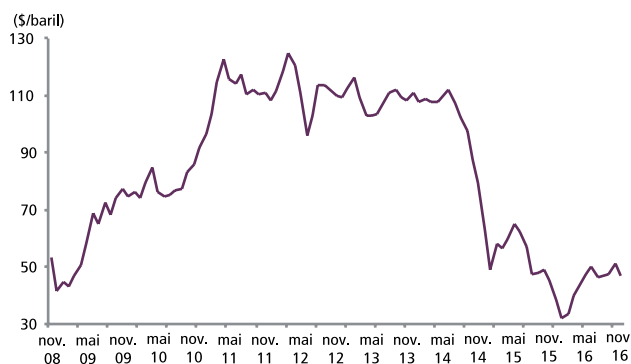
Dans le même sens, la Banque centrale de l'Inde a décidé le 7 décembre de maintenir inchangé son taux directeur à 6,25%. Pour sa part, la Banque centrale du Brésil a décidé le 30 novembre de réduire son taux directeur de 25 points de base à 13,75%, deuxième baisse consécutive après celle d'octobre, tout en signalant que les données disponibles depuis la dernière réunion, indiquent que l'activité économique devrait être plus faible que prévu à court terme et que la reprise économique pourrait être plus lente et plus graduelle qu'anticipé.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Au cours du mois de novembre, le prix moyen du Brent a accusé une forte baisse de 8,7%, s'établissant en moyenne à 46,9 dollars le baril après 51,4 dollars en octobre. Cette évolution s'explique principalement par la persistance d'une offre excédentaire sur le marché et par les incertitudes qui entouraient la réunion des membres de l'OPEP du 30 novembre (Encadré 1.1). En cette date, le cours du Brent s'est apprécié de 7,6% pour atteindre 50,1 dollars le baril après l'accord des membres de réduire la production du pétrole. En glissement annuel, le cours du Brent est ressorti en novembre en hausse de 4,1% en moyenne.

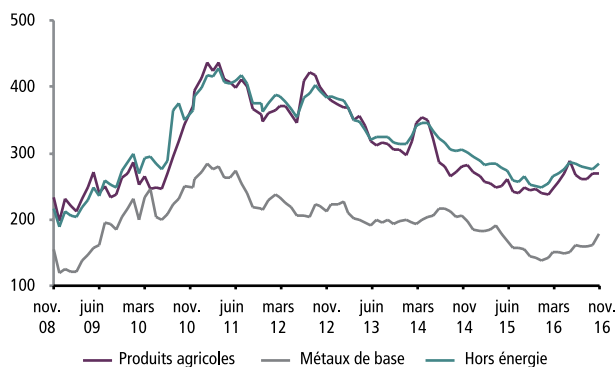
Graphique 1.8 : Cours mondial du Brent en dollar



1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

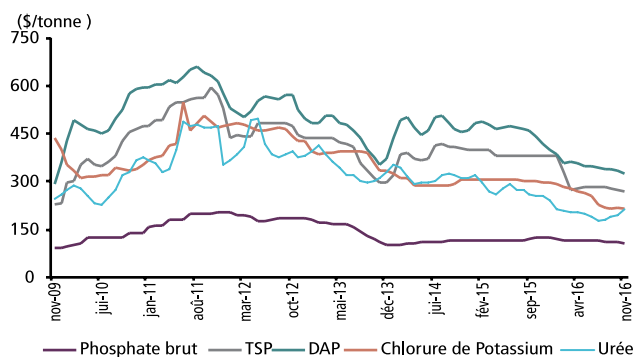
Pour les produits hors énergie, leurs prix ont enregistré une importante hausse en glissement annuel, l'indice Dow Jones-UBS y afférent ayant augmenté de 13%. Cette évolution reflète l'accroissement de près de 23,6% des cours des métaux de base et la hausse de 10,4% de l'indice des prix des produits agricoles.

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



Pour le phosphate et dérivés en particulier, le prix du brut a accusé un recul de 5,5%, revenant de 110 à 104 dollars la tonne entre octobre et novembre. De même, les cours du DAP, du TSP et du Chlorure de Potassium ont enregistré des replis de 3%, de 1,1% et de 0,5% respectivement. En revanche, le prix de l'Urée a marqué une hausse de 9,3%. En glissement annuel, les cours ressortent en baisse de 28,9% pour le TSP, de 27,4% pour le Chlorure de Potassium, de 22,4% pour le DAP, de 17,9% pour l'Urée et de 15,4% pour le phosphate brut. S'agissant du cours du blé dur, il a connu d'un mois à l'autre une légère diminution de 0,9%, et demeure en baisse de 14,9% en glissement annuel.

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

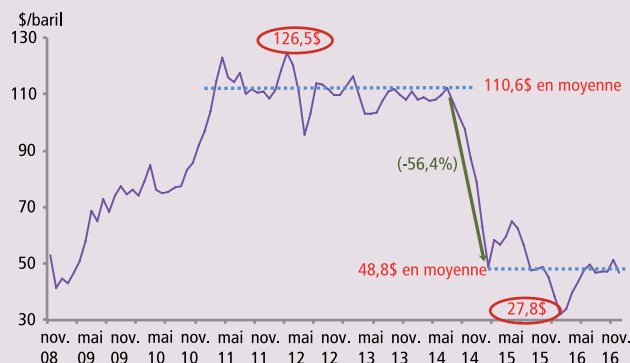


Encadré 1.1 : Evolution du prix du pétrole

Le marché du pétrole a été marqué au cours des cinq dernières années par d'importants retournements de tendance des cours. Ainsi, entre janvier 2011 et juin 2014, les prix du Brent sont restés à des niveaux élevés, autour d'une moyenne de 110,6\$/le baril avec un pic de 126,5\$ atteint le 8 mars 2012. Le renchérissement du pétrole durant cette période s'explique essentiellement par l'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et en Afrique ainsi que par la persistance de la demande mondiale à un niveau élevé malgré le ralentissement de la consommation énergétique en Chine.

A partir du second semestre de 2014, le prix du Brent s'est inscrit dans une tendance baissière pour atteindre le 20 janvier 2016 son niveau le plus faible depuis 2003, soit 27,8\$/le baril. Cette chute est attribuable notamment à l'abondance de l'offre accentuée par la production du pétrole de schiste, en particulier aux Etats-Unis. La production la plus importante provenait en partie des pays non-OPEP, mais également de certains pays de l'OPEP tels que l'Iraq, la Libye et l'Arabie Saoudite. La demande, quant à elle, a été plus faible que prévu en Europe et en Asie, notamment en Chine. Cette tendance baissière s'est accentuée après la décision des pays de l'OPEP du 27 novembre 2014 de maintenir la production inchangée. Il est à signaler, par ailleurs, que la baisse des prix en-dessous de la barre de 50\$/le baril a provoqué de lourdes pertes à l'industrie du pétrole de schiste aux Etats-Unis dont le seuil de rentabilité tourne autour de 60\$-70\$ le baril, ce qui s'est traduit par un recul des investissements dans ce secteur.

Graphique E 1.1.1 : Evolution du prix du Brent



Source : Datastream.

En date du 28 septembre 2016, suite aux pressions émanant des pays durement affectés par la chute des cours, les membres de l'OPEP sont parvenus à Alger à un accord de principe afin de réduire leur production avec pour objectif une remontée des cours. Il s'en est suivi une hausse du prix du pétrole qui a dépassé la barre de 50\$/le baril pendant une dizaine de jours avant de régresser à nouveau et finir le mois d'octobre à 47,6\$/le baril. En effet, malgré l'accord conclu à Alger, les incertitudes quant à sa concrétisation ont continué de peser sur le marché du pétrole, notamment suite aux désaccords entre l'Iran, l'Irak et l'Arabie saoudite. La persistance des cours à des niveaux bas durant cette période est également attribuable à la persistance d'une offre excédentaire sur le marché ainsi qu'aux incertitudes autour des perspectives de la croissance dans les pays avancés et émergents.

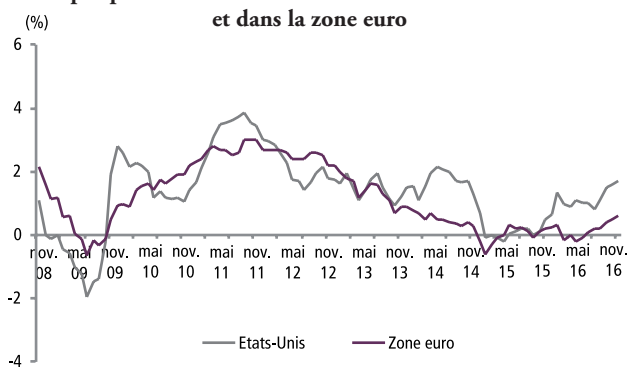
Au cours de la réunion du 30 novembre à Vienne, les pays membres de l'OPEP ont réussi à s'entendre sur une réduction de la production de pétrole de 33,6 millions de barils par jour à 32,5 millions et ce, à compter du 1er janvier 2017. L'organisation a également sollicité la contribution des pays non membres de l'OPEP pour une réduction de 600.000 barils par jour. Immédiatement à l'issue de cette réunion, le cours du Brent s'est apprécié de 7,6% pour atteindre 50,1\$/le baril.

Au niveau des perspectives, les dernières prévisions de la Banque Mondiale datant d'octobre, tablent sur un cours de 55,2\$/le baril en 2017 et 55,9\$ en 2018. Toutefois, l'accord conclu dernièrement sur la réduction de la production pourrait se traduire, si les engagements sont respectés, par une hausse plus importante des cours.

1.3.3 Inflation dans le monde

Aux Etats-Unis, l'inflation a poursuivi son accélération entamée depuis juillet, s'établissant à 1,7% en novembre après 1,6% un mois auparavant. De même, elle a enregistré au Royaume-Uni une hausse de 0,9% à 1,2% en novembre. Dans la zone euro, une première estimation d'Eurostat pour le mois de novembre fait état d'une légère accélération du taux d'inflation de 0,5% à 0,6%, avec une hausse de 0,5% à 0,7% en France et de -0,1% à 0,1% en Italie et une stagnation à 0,7% en Allemagne ainsi qu'en Espagne. Pour ce qui est du Japon, les dernières données disponibles demeurent celles d'octobre et font ressortir une progression importante du taux d'inflation de -0,5% à 0,1%.

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



Source : Eurostat.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation a accusé en novembre une hausse de 2,1% à 2,3% en Chine, tandis qu'elle a enregistré en octobre un recul de 8,5% à 7,9% au Brésil et de 6,4% à 6,1% en Russie.

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

	2014	2015	2015/2016		
			sept.	oct.	nov.
Etats-Unis	1,6	0,1	1,5	1,6	1,7
Zone Euro	0,4	0,2	0,4	0,5	0,6
Allemagne	0,8	0,2	0,5	0,7	0,7
France	0,6	0,1	0,5	0,5	0,7
Espagne	-0,2	-0,4	0,2	0,7	0,7
Italie	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1
Royaume-Uni	1,5	0,1	1,0	0,9	1,2
Japon	2,7	0,7	-0,5	0,1	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Sur les dix premiers mois de l'année, la croissance des exportations a ralenti à 1,6%, impactée par la baisse des ventes de phosphates et dérivés, sous l'effet prix, les exportations de la construction automobile ayant poursuivi leur dynamisme affichant une hausse de 18,8%. Pour leur part, les importations, ont, en revanche, enregistré une hausse de 7,6%, tirées par l'augmentation importante des achats des biens d'équipement et dans une moindre mesure de ceux des voitures de tourisme. Le solde commercial s'est ainsi creusé de 20,7 milliards, ramenant ainsi le taux de couverture de 58,5% à 55,2%. Pour les autres principales composantes du compte courant, les transferts des MRE et les recettes voyages se sont accrus respectivement de 4,1% et 3,9%. Tenant compte également d'une entrée de 27,9 milliards de dirhams au titre d'IDE et des autres opérations financières, les réserves de change se sont renforcées de 11,5% à 250,5 milliards à fin octobre, soit l'équivalent de 7 mois d'importations de biens et services.

2.1 Evolution de la balance commerciale

2.1. 1 Evolution des exportations

A fin octobre 2016, les exportations se sont accrues de 1,6% à 184,6 milliards de dirhams, reflétant principalement une hausse de 18,8% des ventes de la construction automobile à 24,2 milliards de dirhams et de 6,1% des exportations de l'agriculture et de l'agro-alimentaire à 38,7 milliards. Pour leur part, les livraisons du secteur textile se sont également accrues de 5,5%, tirées principalement par l'augmentation de 7,6% des ventes de vêtements confectionnés.

En revanche, les ventes des phosphates et dérivés ont affiché une baisse de 13,2% à 32,7 milliards de dirhams, avec des replis pour le phosphate brut de 27,4% en valeur et de 10,2% en quantités. Pour leur part, les ventes des dérivés de phosphates ont baissé de 9,3%, en dépit d'une augmentation de 28,5% des volumes expédiés.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

Secteurs/ Segments	Janvier-octobre		Evolution	
	2016*	2015	Valeur	%
Exportation (FAB)	184 583	181 685	2 898	1,6
Automobile	45 222	40 520	4 702	11,6
Agriculture et Agro-alimentaire	38 691	36 458	2 233	6,1
Phosphates et dérivés	32 725	37 722	-4 997	-13,2
Textile et Cuir	29 564	28 035	1 529	5,5
Aéronautique	7 731	6 876	855	12,4
Electronique	7 404	6 671	733	11,0
Industrie pharmaceutique	906	849	57	6,7
Autres	22 340	24 554	-2 214	-9,0

* Chiffres provisoires.

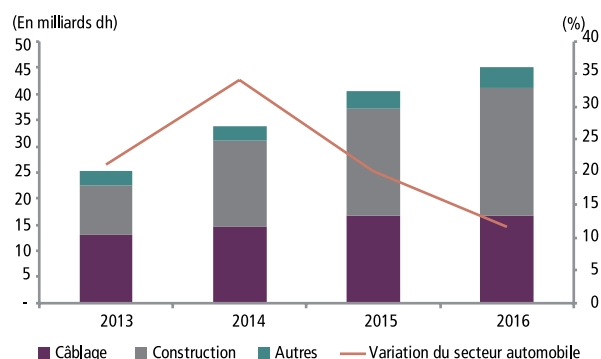
Source : Office des changes.

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

	octobre 2016/octobre 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	-27,4	-10,2	-19,2
Engrais naturels et chimiques	8,3	47,2	-26,4
Acide phosphorique	-30,2	-10,8	-21,8

Source : Office des changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile janvier-octobre 2016



Source : Office des changes.

2.1.2 Evolution des importations

A fin octobre 2016, les données des échanges extérieurs indiquent une hausse importante des importations de 7,6% ou 23,6 milliards de dirhams à 334,1 milliards de dirhams, reflétant principalement un accroissement de 24,2% des achats de biens d'équipement, avec notamment des hausses de 2,9 milliards pour les achats de chaudières et de 2,4 milliards pour les parties et pièces détachées pour véhicules industriels. De même, les achats de biens de consommation ont augmenté de 16%, avec essentiellement une hausse de 35,5% des acquisitions de voitures de tourisme et les importations des produits alimentaires ont progressé de 20,7%, avec en particulier un accroissement de 37,9% des acquisitions de blé à 10,2 milliards.

En revanche, la facture énergétique a accusé une baisse de 21,7% ou 12,2 milliards, avec notamment l'arrêt des acquisitions de pétrole brut et une baisse de 18,3% des importations de gaz de pétrole.

Tableau 2.3 : Evolution des importations

Groupe de produits	Janvier-octobre		Evolution	
	2016*	2015	Valeur	%
Importations (CAF)	334 133	310 500	23 633	7,6
Biens d'équipement	95 556	76 956	18 600	24,2
Produits finis de consommation	67 448	58 164	9 284	16,0
Produits alimentaires	36 274	30 054	6 220	20,7
Demi produits	75 826	71 213	4 613	6,5
Produits bruts	14 929	17 756	-2 827	-15,9
Produits énergétiques	44 055	56 268	-12 213	-21,7

* Chiffres provisoires.

Source : Office des changes

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

	octobre 2016/octobre 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	37,9	83,1	-24,7
Gas-oils et fuel-oils	-1,8	32,0	-25,6
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-18,3	5,7	-22,6
Soufres bruts et non raffinés	-35,5	5,9	-39,1

Source : Office des changes.

En somme, le déficit commercial s'est établi à 149,6 milliards de dirhams en creusement de 16,1% ou 20,7 milliards par rapport à la même période de l'année précédente. Le taux de couverture est ainsi revenu de 58,5% à 55,2%.

2.2 Autres rubriques de la balance courante

Au niveau des services, les recettes voyages ont enregistré une augmentation de 3,9% à 55,4 milliards, à un rythme légèrement inférieur à celui des dépenses au même titre qui ont crû de 4,3%, pour atteindre 12,2 milliards. Les recettes MRE ont également progressé, affichant une hausse de 4,1%. Pour leur part, les dépenses de transport ont augmenté de 4,8%, tandis que les recettes de même nature ont diminué de 7,4%.

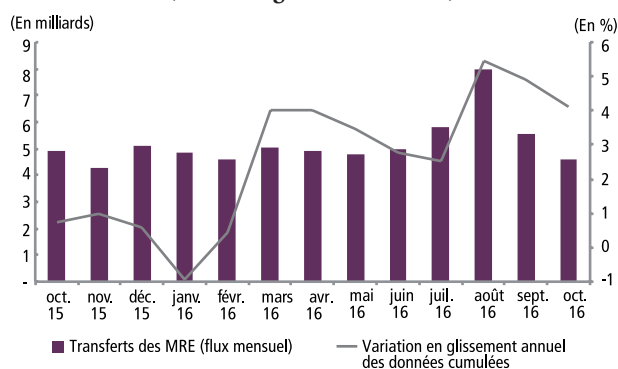
Dans ces conditions, la balance des services s'est soldée par un excédent de 57,4 milliards de dirhams, en quasi-stagnation par rapport à son niveau à la même période de 2015.

Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services

(En millions de DH)	Janvier-octobre		Evolution	
	2016	2015	Valeur	%
Importations	69 441	63 363	6 078	9,6
Service de transport	25 833	24 651	1 182	4,8
Voyages	12 189	11 690	499	4,3
Exportations	126 806	120 920	5 886	4,9
Service de transport	20 734	22 412	-1 678	-7,5
Voyages	55 375	53 307	2 068	3,9
Solde	57 365	57 557	-192	-0,3

Source : Office des changes

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



Source : Office des changes.

2.3 Compte financier

Concernant les principales opérations du compte financier, les recettes au titre des investissements directs étrangers se sont établies à 27,9 milliards de dirhams, en baisse de 12,1% et les dépenses de même nature ont augmenté de 48,4% à 8,8 milliards de dirhams. Au total, le flux net s'est établi à 19,1 milliards, en baisse de 26%.

Quant aux investissements directs des résidents à l'étranger, leur flux s'est chiffré à 5,7 milliards de dirhams à fin octobre 2016 contre 6 milliards de dirhams un an auparavant.

Tenant compte également des autres opérations financières, l'encours des réserves internationales s'est accru de 11,5% en glissement annuel à fin octobre, pour s'établir à 250,5 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 7 mois d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2016, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel et une nouvelle baisse des taux débiteurs. S'agissant du crédit au secteur non financier, son rythme de progression a poursuivi sa légère amélioration au troisième trimestre, reflétant une accélération des prêts aux entreprises et une hausse des prêts aux entrepreneurs individuels. En ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les réserves internationales nettes ont poursuivi leur hausse à un rythme en légère décélération et les créances nettes sur l'administration centrale ont connu une baisse moins accentuée que celle observée au trimestre précédent. Au total, le rythme de progression de la masse monétaire s'est accéléré de 5,1% à 5,5% au troisième trimestre 2016. L'écart monétaire s'est ainsi maintenu à un niveau négatif, indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

Sur le marché immobilier, les prix ont progressé de 0,6% en glissement trimestriel, tandis que les ventes ont connu une hausse significative de 14% après celle de 2,6% un trimestre auparavant. Sur le marché boursier, le MASI a maintenu sa tendance haussière, affichant une performance de 6,3% entre octobre et novembre, après 5,6% au troisième trimestre, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 19,6%. Quant aux transactions, leur volume sur le marché central est resté faible, s'établissant à 4,9 milliards de dirhams en octobre et novembre après 5,5 milliards au troisième trimestre. Au total, les évolutions récentes ne laissent pas présager de pressions inflationnistes émanant des marchés des actifs.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

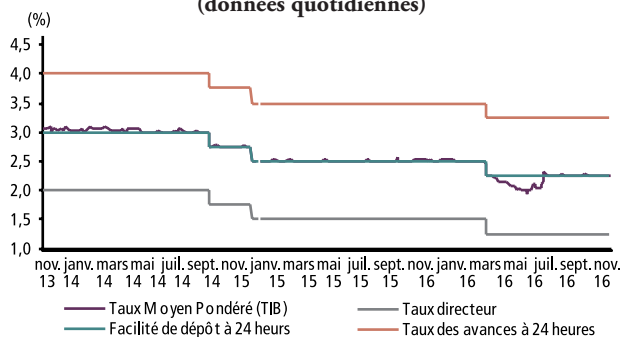
Au cours du troisième trimestre 2016, le besoin en liquidités des banques s'est accentué, s'établissant en moyenne à 22 milliards de dirhams. Cette hausse traduit, outre la décision de la banque d'augmenter le taux de la réserve monétaire de 2% à 4%, l'augmentation de la circulation fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a augmenté le volume de ses injections à 22,9 milliards, dont 17,4 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 4,4 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les données arrêtées à fin novembre indiquent que le besoin en liquidité s'est nettement amélioré s'établissant à 14,6 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, le taux interbancaire s'est établi au cours du troisième trimestre à 2,23%, s'alignant ainsi sur le taux directeur. En ce qui concerne les taux des bons du Trésor, ils se sont ajustés à la hausse aussi bien sur le marché primaire que secondaire. Au cours des

mois d'octobre et novembre, les taux n'ont pas connu de variations significatives par rapport à ceux observés au troisième trimestre.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



Source : BAM.

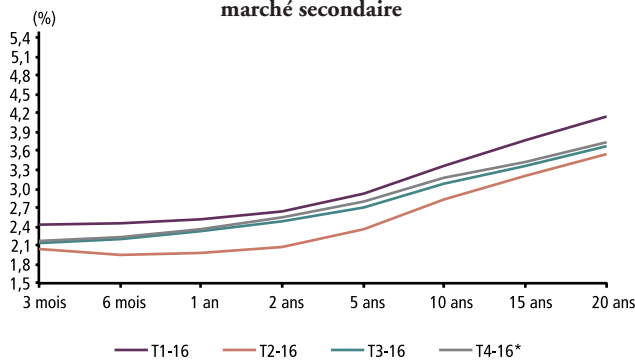
Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2014		2015			2016			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
52 semaines	2,83	2,53	2,67	2,6	2,6	2,57	1,93	2,33	2,29
2 ans	3,02	2,59	2,86	2,74	2,8	2,63	2,05	2,48	2,44
5 ans	3,33	2,98	3,24	3,17	3,14	2,92	2,3	2,71	2,66
10 ans	3,75	3,3	3,66	3,39	3,61	3,48	2,87	3,22	3,08
15 ans	4,3	3,89	4,07	4,06	4,05	3,77	3,22	-	-

* Octobre et novembre 2016

Source : BAM.

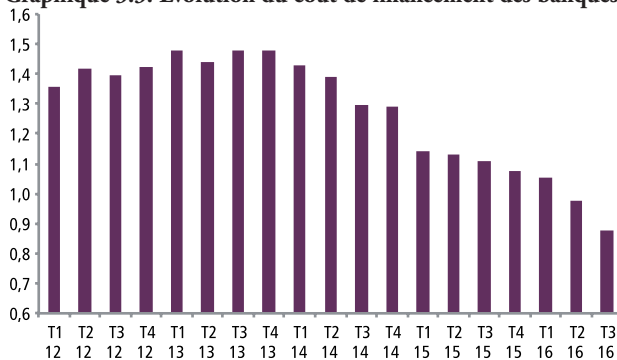
Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire



* Octobre et novembre 2016
Source : BAM.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont globalement stagné au cours du troisième trimestre et le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a reculé de 19 points de base à 3,16%, en relation avec les baisses de 23 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois et de 21 points de base de celui des dépôts à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques a de nouveau reculé au cours du troisième trimestre.

Graphique 3.3: Evolution du coût de financement des banques



Source : BAM.

Cette évolution s'est reflétée au niveau du taux débiteur, qui a enregistré une diminution de 17 points de base à 5,08%. Cette nouvelle baisse traduit des diminutions de 18 points de base pour les taux assortissant les facilités de trésorerie à 4,98% et de 10 points de base pour ceux des prêts immobiliers à 5,34%. Pour ce qui est des autres catégories de crédit, les taux se sont globalement stabilisés à leur niveau du deuxième trimestre.

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

Tableau 3.2 : Taux débiteurs

	2014		2015			2016			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Taux global	6,03	6,03	5,81	5,93	5,67	5,49	5,55	5,25	5,08
Crédits de trésorerie	5,97	6,08	5,77	5,95	5,65	5,48	5,44	5,16	4,98
Crédits à l'équipement	6,01	5,42	5,11	5,04	5,35	4,76	5,54	4,98	4,95
Crédits immobiliers	5,94	6,05	5,98	5,92	5,68	5,76	5,59	5,44	5,34
Crédits à la consommation	7,37	7,17	7,27	7,18	7,08	7,12	6,91	6,63	6,64

Source : BAM.

Tableau 3.3 : Taux créditeurs (placements à terme)

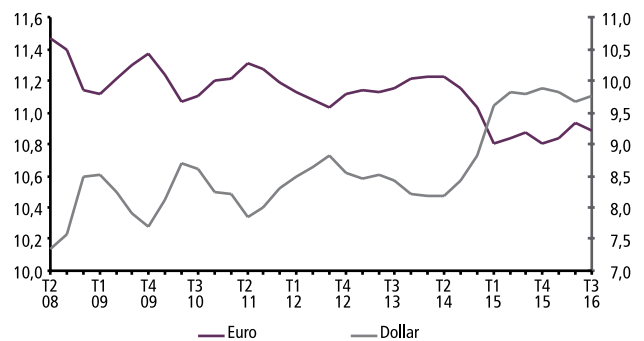
	2014		2015			2016			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
6 mois	3,69	3,71	3,64	3,6	3,56	3,46	3,31	3,18	2,94
12 mois	3,86	3,94	3,85	3,83	3,74	3,78	3,67	3,55	3,33
Moyenne pondérée	3,8	3,85	3,76	3,71	3,66	3,66	3,54	3,36	3,16

Source : BAM.

3.1.2 Taux de change

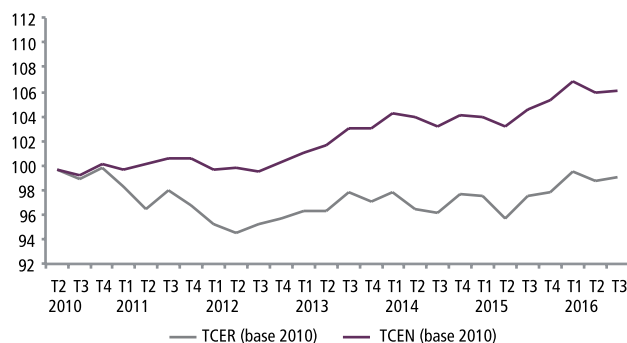
Durant le troisième trimestre 2016, l'euro s'est déprécié de 1,14% par rapport au dollar américain, s'établissant à 1,12 dollar en moyenne. La monnaie nationale s'est ainsi appréciée en variation trimestrielle de 0,47% face à l'euro et s'est dépréciée de 0,74% vis-vis du dollar américain. Comparativement aux devises de certains pays émergents, le dirham s'est apprécié de 1,3% par rapport à la livre turque et de 1,4% vis-à-vis du yuan chinois. Par conséquent, le taux de change effectif nominal s'est apprécié de 0,14%. Cette évolution conjuguée à une inflation au Maroc plus élevée globalement que celle des pays partenaires et concurrents, s'est traduite par une appréciation de 0,40% du taux de change effectif réel.

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.

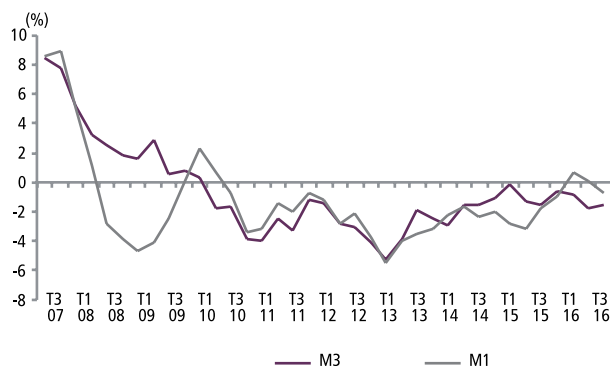
Sur le marché de change, les opérations des banques avec la clientèle se sont traduites, au cours du troisième trimestre, par des baisses de 10,7% des achats à terme et de 19,4% des ventes à terme, s'établissant respectivement à 5,3 milliards et à 2,4 milliards. Pour ce qui est des opérations de devises de Bank Al-Maghrib avec les banques, ses sessions se sont établies en moyenne à 367 millions de dirhams contre 1,6 milliard au trimestre précédent.

Dans ces conditions, la position nette de change des banques s'est située à 2,3 milliards de dirhams après 1,3 milliard en moyenne au deuxième trimestre.

3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de la masse monétaire s'est accéléré à 5,5% au troisième trimestre de 2016 contre 5,1% le trimestre précédent. Cette évolution reflète l'amélioration du rythme de progression du crédit bancaire de 2,2% à 3,2% ainsi que l'atténuation de la baisse de 9,7% à 5,5% des créances nettes sur l'administration centrale. En revanche, les réserves internationales nettes ont vu leur rythme ralentir, de 25% à 19,2%.

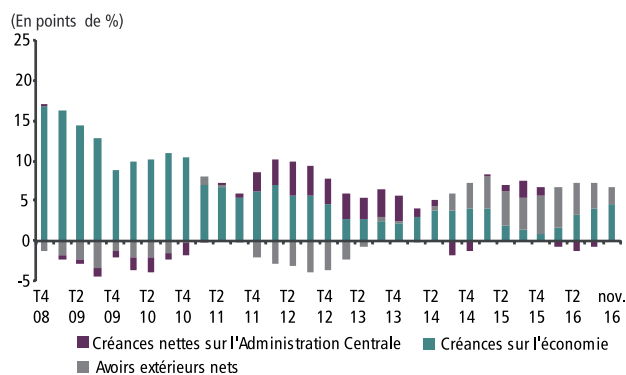
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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 en glissement annuel de la masse monétaire

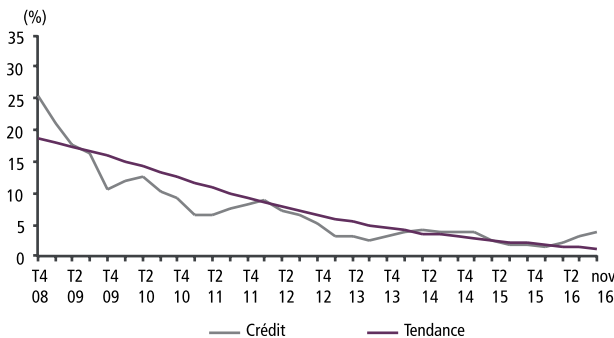


Source : BAM.

L'analyse des composantes de M3 fait ressortir notamment une augmentation de 1,6% des titres des OPCVM monétaires après un recul de 2,4%. Pour ce qui est des ménages, leurs dépôts à vue ont poursuivi leur accélération passant de 7,7% à 8,6%, tandis que leurs dépôts à terme ont ralenti de 6,1% à 5,7%. Pour leur part, les dépôts à vue des sociétés non financières privées ont vu leur taux de progression revenir de 5,6% à 3,2% et leurs dépôts à terme ont accusé une baisse de 4% après une hausse de 7,6% au cours du deuxième trimestre. Pour les autres composantes, le taux de progression de la circulation fiduciaire s'est inscrit en

décélération revenant de 6,9% à 5,5% tandis que celui des placements à vue est resté quasi-stable à 5,9%.

Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Concernant le crédit bancaire, celui destiné au secteur non financier a poursuivi son amélioration passant de 2,6% à 3,4% au troisième trimestre, reflétant une accélération de 1,1% à 2,3% des prêts aux entreprises et une hausse de 2,8% des prêts aux entrepreneurs individuels après un recul de 1,2% au deuxième trimestre.

Ces évolutions ont été enregistrées dans un contexte marqué par une amélioration des conditions d'offre pour les entreprises, selon les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al-Maghrib. Du côté de la demande, elle aurait diminué aussi bien pour les entreprises que pour les ménages.

L'amélioration du crédit aux entreprises reflète principalement une atténuation de la baisse de 2,7% à 0,3% des facilités de trésorerie et de 3,3% à 2,3% des prêts destinés à la promotion immobilière. Dans le même temps, les prêts à l'équipement ont vu leur rythme de progression s'accroître de 1,5% à 2,8%, en relation avec la hausse de 1,1% de ceux des entreprises non financières privées contre un recul de 0,6% observé au deuxième trimestre.

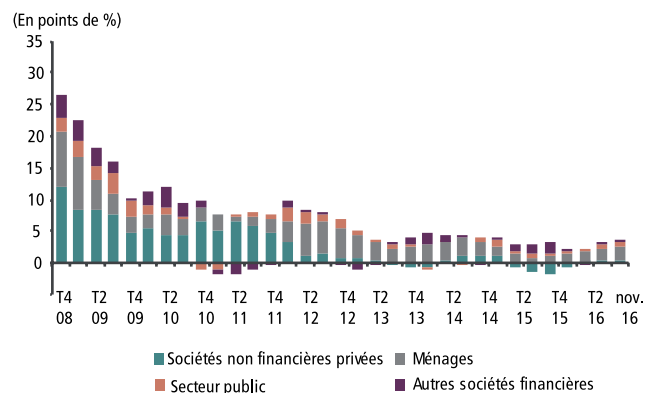
S'agissant des crédits accordés aux entrepreneurs individuels, ils se sont accrus de 2,8% contre une diminution de 1,2% au trimestre précédent, marquant ainsi une rupture de la tendance baissière observée

depuis le quatrième trimestre 2014. Cette amélioration est le résultat d'une accélération de 26,8% à 46,2% des prêts à l'équipement et une atténuation de la baisse de 17,2% à 12,5% des prêts à la promotion immobilière.

Par branche d'activité, l'évolution des crédits aux entreprises s'explique par une hausse de 12% des prêts destinés aux industries extractives contre un recul de 8,1%, une augmentation de 1,2% de ceux aux industries manufacturières après une croissance quasi-nulle. De même, les crédits au secteur « agriculture et pêche » ont vu leur rythme de progression s'accroître de 0,8% à 4,7%. En revanche, les crédits alloués à la branche « transports et communication » ont progressé de 1,7% contre 9,4% et les concours à la branche « Electricité, gaz et eau » de 0,6% après 3,3%.

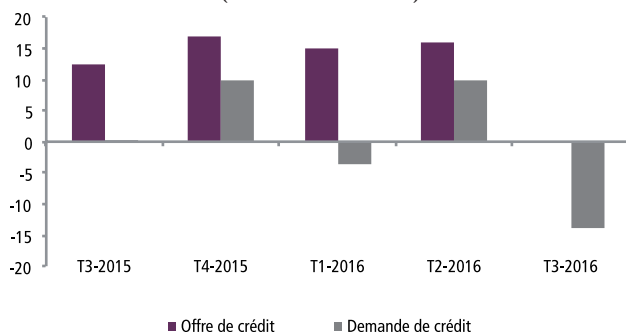
Pour ce qui est des prêts aux particuliers, le rythme de progression s'est maintenu à 4,9% pour les crédits à l'habitat et à 5,8% pour ceux à la consommation.

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

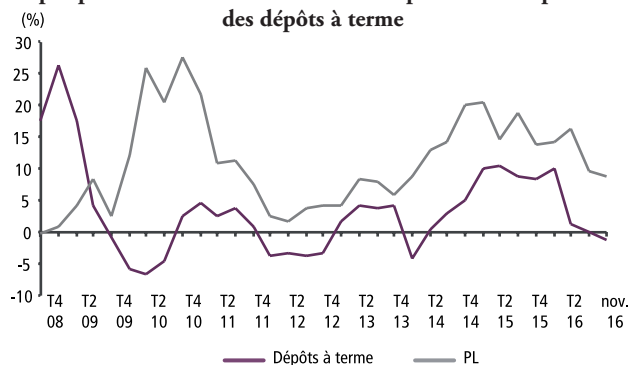


Quant aux créances en souffrance, leur rythme a ralenti à 9% après 11%, avec une décélération de 26,4% à 21% pour les entreprises non financières et une baisse de 7,7% pour les ménages quasi-similaire à celle observée au deuxième trimestre. Le ratio des créances en souffrance au crédit bancaire ressort ainsi stable à 7,8%.

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



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



Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre 2016, indiquent une poursuite de l'amélioration du crédit bancaire, enregistrant une hausse de 3,8% après 3,2% au troisième trimestre. Celui destiné au secteur non financier s'est accéléré à 3,8%, reflétant une amélioration du rythme d'accroissement des prêts aux entreprises de 2,3% à 2,8% et de ceux aux ménages de 4,7% à 5,1%.

S'agissant des prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire, ils ont enregistré une hausse de 7,4% au troisième trimestre après celle de 4,3%, reflétant l'accélération du rythme des crédits distribués par les banques off-shore et dans une moindre mesure de celui des prêts accordés par les sociétés de financement. Ainsi, les prêts octroyés par les banques offshores ont connu une expansion de 46,6% après 13,7% au deuxième trimestre, en liaison avec l'accélération de 24,2% à 47,7% des facilités de trésorerie et la hausse de 50,4% des prêts à l'équipement après un recul de 7,9%. De même, les crédits accordés par les sociétés de financement se sont accrus de 3,5% contre 2,9%, résultat notamment d'une amélioration de 4,7% à 6,3% du taux d'accroissement du crédit-bail.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur rythme de progression est revenu de 16,2% à 9,5% au troisième trimestre, reflétant la décélération de 14,6% à 8,5% du taux d'accroissement des bons du Trésor et de 21,9% à 12,7% de celui des OPCVM obligataires. En revanche, les titres des OPCVM actions et diversifiés se sont accrus de 6,1% après 3,9% au deuxième trimestre.

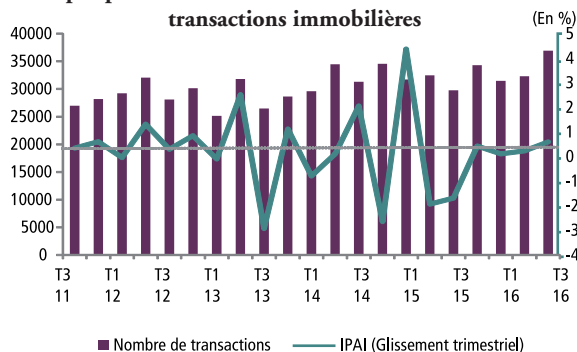
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Après des hausses successives de 0,1% et de 0,2% durant les deux premiers trimestres de l'année, l'indice des prix des actifs immobiliers a progressé de 0,6% au cours du troisième trimestre 2016. Cette évolution reflète les hausses des prix des appartements de 1,3% et de ceux des locaux commerciaux de 0,4%, les prix des terrains ayant, en revanche, enregistré une baisse de 0,3% d'un trimestre à l'autre.

En parallèle, les transactions ont marqué une importante hausse trimestrielle de 14,2% portant l'augmentation des ventes cumulées depuis le début de l'année par rapport à la même période de l'année précédente à 7,2%. La dynamique des transactions observée au T3-16 a concerné l'ensemble des catégories d'actifs, avec notamment des progressions de 18,8% des ventes d'appartements et de 8,1% de celles des biens à usage professionnel.

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



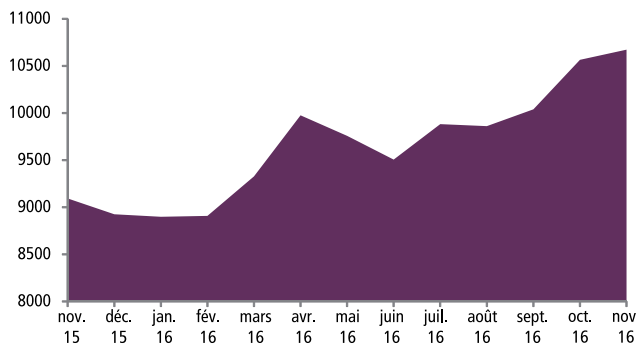
Source : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

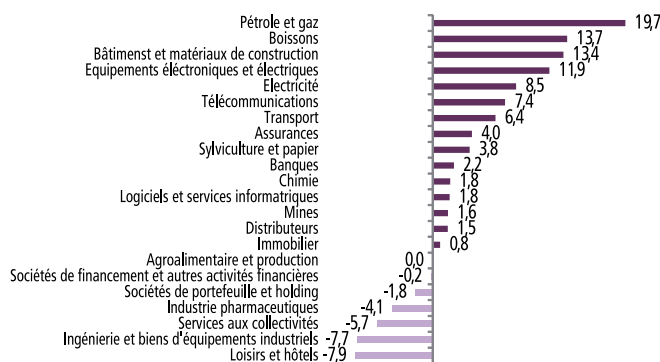
Le trend haussier de l'indice de référence observé depuis le début de l'année s'est poursuivi durant le troisième trimestre. En effet, le MASI s'est accru de 5,6%, portant sa performance annuelle à 12,5% à fin septembre. La hausse trimestrielle de l'indice de référence est attribuable essentiellement aux appréciations des indices sectoriels « bâtiments et matériaux de construction » de 13,4%, « télécommunications » de 7,4% et « banques » de 2,2%.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels troisième trimestre 2016, (en %)



Source : Bourse de Casablanca

Le volume de transactions sur le marché central est revenu de 9,5 milliards de dirhams au T2-16 à 5,5 milliards au T3-16 et celui réalisé sur le marché de blocs

s'est établi à 2,5 milliards. Au total et tenant compte de l'augmentation de capital au titre de la fusion absorption de la société Holcim par Lafarge pour un montant de 9,1 milliards de dirhams, la volumétrie globale s'est élevée à 23,8 milliards contre 12,1 milliards au T2-2016.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a augmenté de 6,4% à 507,5 milliards de dirhams et le ratio de liquidité² est revenu à 6,8% après 7,1% le trimestre précédent.

Les données récentes indiquent une hausse du MASI de 6,3% sur les deux premiers mois du quatrième trimestre, portant sa performance annuelle à 19,6% depuis le début de l'année. Pour leur part, les échanges se sont établis à 3,5 milliards de dirhams en moyenne sur octobre et novembre après 7,9 au T3-2016, avec, toutefois, une nette amélioration observée sur le marché central.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

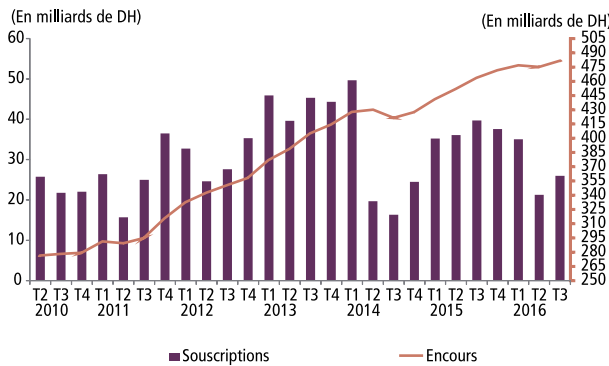
Après trois baisses consécutives, les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont affiché une hausse au troisième trimestre 2016 à 26 milliards de dirhams. Ces levées ont été effectuées à part égale sur des maturités courte et moyenne. Concernant l'évolution des taux moyens pondérés primaires des bons du Trésor, après avoir connu une détente au cours des deux premiers trimestres de l'année, ils se sont ajustés à la hausse au T3-16, enregistrant des augmentations allant de 32 à 43 points de base.

Tenant compte d'un montant de remboursement de 19,4 milliards, l'encours des bons du Trésor a ainsi progressé de 1,4% par rapport au T2-16 pour atteindre 480,2 milliards de dirhams.

² Le ratio de liquidité représente le rapport entre le volume des transactions sur le marché central et la capitalisation boursière.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre et novembre indiquent que les levées du Trésor se sont établies à 12,5 milliards de dirhams en moyenne mensuelle contre 8,7 milliards au T3-2016. Les nouvelles émissions ont été effectuées à des taux en quasi-stagnation par rapport au troisième trimestre.

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 limitées à 8,6 milliards de dirhams après 14,8 milliards au T2-16, et ont été effectuées en quasi-totalité sur le marché des titres de créances négociables. Tenant compte du montant des remboursements, l'encours des titres de dette s'est élevé à 151,3 milliards en hausse de 1,9% par rapport au deuxième trimestre.

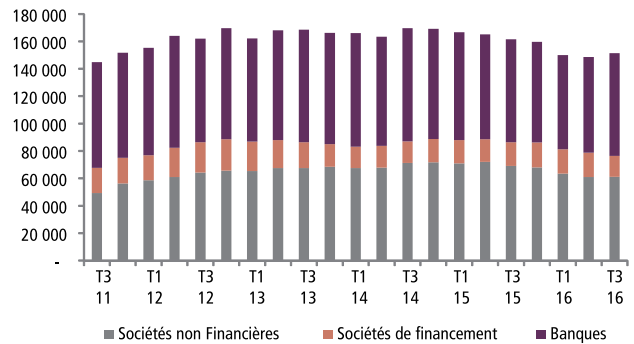
En ce qui concerne les entreprises non financières, les levés n'ont pas dépassé 665 millions de dirhams, dont 515,1 millions émis sur le marché des billets de trésorerie. Ces émissions ont été effectuées avec des taux globalement en baisse pour les différentes maturités. A fin septembre, l'encours des titres émis par les sociétés non financières s'est établi à 61,1 milliards de dirhams, en hausse trimestrielle de 0,2%.

Pour ce qui est des banques, les levées ont porté exclusivement sur des certificats de dépôt de courte maturité et se sont quasiment stabilisées à leur niveau

du trimestre précédent à 7,8 milliards de dirhams. Tenant compte des remboursements, l'encours des titres de dette privée émis par les banques s'est chiffré à 75 milliards de dirhams en accroissement de 7,6% par rapport au T2-2016.

Pour les sociétés de financement, les émissions ont porté sur un montant de 97,5 millions de dirhams après 2,6 milliards au deuxième trimestre. A fin septembre, l'encours des bons des sociétés de financement s'est établi à 17,8 milliards de dirhams après 15,2 milliards le trimestre précédent.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

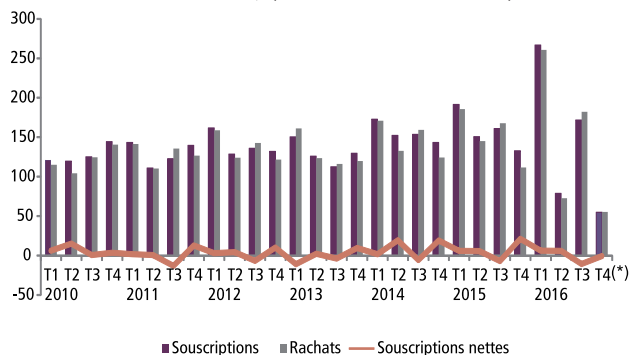
3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du troisième trimestre 2016, les souscriptions aux titres OPCVM se sont élevées à 171,6 milliards de dirhams et les rachats se sont établis à 182,1 milliards, soit une décollecte nette de 10,6 milliards. Tenant compte d'une appréciation trimestrielle de 0,7% de l'indice de performance, l'actif net des OPCVM s'est établi à 352,8 milliards de dirhams à fin septembre, en baisse trimestrielle de 2,8%. Cette évolution traduit la baisse de l'actif net de toutes les catégories de fonds, à l'exception de celui des OPCVM actions qui s'est accru de 3,2%. Les données disponibles au titre du quatrième trimestre³ indiquent un mouvement de décollecte nette de 556 millions de dirhams et une performance de

³ Données arrêtées au 11 novembre 2016.

1,5% par rapport à fin septembre, portant ainsi l'actif net des fonds OPCVM à 355,8 milliards de dirhams, en hausse de 0,9% par rapport à la même période.

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



* Données arrêtées au 11 novembre 2016.

Source : Autorité Marocaine des marchés des capitaux.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Après une légère baisse du déficit budgétaire à fin septembre 2016, ce dernier s'est creusé de 1,1 milliard à fin octobre pour s'établir à 34 milliards. En revanche, le besoin de financement ressort largement en allègement par rapport au dix premiers mois de 2015, période durant laquelle le Trésor avait effectué des règlements d'arriérés de paiement d'un montant de 10,2 milliards alors qu'il en a constitué 635 millions depuis le début de 2016.

Par rapport à la loi de finances, les réalisations des recettes fiscales sont globalement en ligne avec les prévisions, à l'exception du produit de la TVA à l'intérieur et des recettes de l'IS, lesquelles devraient néanmoins reprendre avec les acomptes de décembre. De même, les encaissements des dons du CCG se sont concrétisés à hauteur de 25,2% de la programmation de la loi des finances. En parallèle, les dépenses d'investissement ont été exécutées à un rythme élevé, soit 90,4%, alors que la masse salariale a évolué en deçà des prévisions.

En glissement annuel, les recettes ordinaires, hors privatisation, ont progressé de 5,5%, résultat de l'amélioration des recettes aussi bien fiscales que non fiscales. Les dépenses globales se sont alourdies de 5,1%, imputable principalement à l'augmentation des investissements et des dépenses au titre des autres biens et services, la charge de compensation ayant affiché une baisse.

De son côté, la dette publique directe aurait augmenté de 3,4% par rapport à son niveau de décembre 2015. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles restent favorables comme en témoigne la baisse des taux moyens à l'émission durant les dix premiers mois de 2016 par rapport à la moyenne des taux retenus à la même période de 2015.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire des dix premiers mois de 2016 a confirmé globalement la bonne performance des recettes fiscales à l'exception des rentrées de la TVA à l'intérieur, celles non fiscales ayant connu une accélération de leur hausse. Ainsi, les recettes ordinaires, hors privatisation, ont enregistré une progression de 5,5%, reflétant l'accroissement de 4,8% des recettes fiscales à 174,1 milliards de dirhams et de 12,2% de celles non fiscales à 20,1 milliards. L'évolution favorable du produit fiscal est due particulièrement aux rentrées des impôts directs, de la TVA à l'importation et des droits de douane, et dans une moindre mesure à la TIC et aux droits d'enregistrement et de timbre.

Les recettes des impôts directs ont augmenté de 6,4%, procurant 68,6 milliards. L'IS a enregistré une progression de 6,5% à 34,8 milliards, reflétant l'amélioration des bénéficiaires réalisés en 2015 par certains grands contributeurs, notamment, l'OCP, l'ANRT, la BCP, le CIH, Marsa Maroc et les cimenteries. Il en est de même des recettes de l'IR qui ont procuré

32 milliards, en augmentation de 6,1%. L'évolution de celles-ci incorpore un accroissement de 4% des recettes de l'IR sur les salaires servis par la TGR et de 21,8% de celles de l'IR sur les profits immobiliers.

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

	Janv. oct. 2015	Janv. oct. 2016	Var en %	L F 2016	Réalisation par rapport à la LF 2016 %
Recettes ordinaires	186,3	196,5	5,5	245,9	79,9
Recettes fiscales	166,0	174,1	4,8	215,5	80,8
- Impôts directs	64,5	68,6	6,4	85,5	80,2
Dont I.S	32,7	34,8	6,5	44,3	78,7
I.R	30,1	32,0	6,1	38,6	82,7
- Impôts indirects	82,4	84,3	2,3	104,8	80,5
TVA*	61,7	62,6	1,4	79,3	78,9
TIC	20,7	21,8	5,1	25,5	85,4
- Droits de douane	6,4	7,6	20,1	7,9	96,7
- Enregistrement & timbre	12,8	13,5	5,6	17,3	78,0
Recettes non fiscales**	17,9	20,1	12,2	27,2	74,1
- Monopoles	6,5	7,2	11,2	8,3	86,9
- Autres recettes	11,4	12,9	12,8	18,8	68,4
dont Dons CCG	1,7	3,3	93,6	13,0	25,2
Recettes des CST	2,3	2,3	0,6	3,3	70,6

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

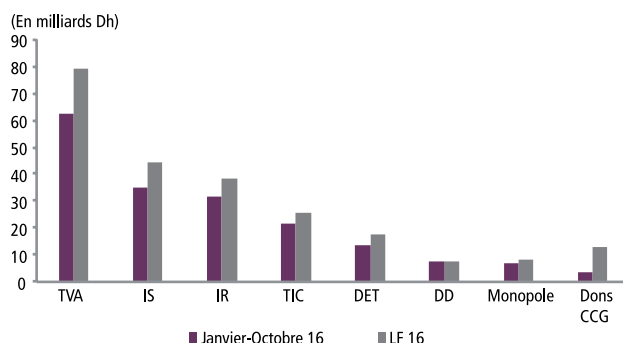
** Compte non tenu des recettes de privatisation.

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

Les impôts indirects ont enregistré une augmentation de 2,3% à 84,3 milliards et ce, en dépit de la baisse de 5,4% à 22,7 milliards des recettes de la TVA à l'intérieur, en raison de l'accélération des remboursements des crédits de TVA, qui se sont établis à 6,7 milliards au lieu de 4,4 milliards à la même période de 2015. En revanche, les recettes de la TVA à l'importation ont enregistré une progression de 5,8% à 39,9 milliards, recouvrant une baisse de 10,4% de la TVA sur les produits énergétiques, sous l'effet de la diminution des prix du pétrole à l'international, et une hausse de 9,2% des recettes de celle sur les autres produits.

Les TIC ont également connu des évolutions favorables. Leurs recettes ont totalisé 21,8 milliards, en augmentation de 5,1%, consécutivement à la progression du produit de l'ensemble des catégories. En effet, les TIC sur les tabacs ont connu une hausse de 10,4% à 7,8 milliards, induite en partie par le relèvement de la taxation des tabacs, celles sur les produits énergétiques ont enregistré une hausse de 1,9% à 12,7 milliards. De leur côté, les droits de douane et ceux d'enregistrement et de timbre ont affiché des progressions de 20,1% et de 5,6%, respectivement, par rapport aux réalisations de la même période de 2015.

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



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

Note :

-TVA : Taxe sur la valeur ajoutée

-IS : Impôt sur les sociétés

-IR : Impôt sur le revenu

-TIC : Taxe intérieure de consommation

-DET : Droits d'enregistrement et de timbre

-DD : Droits de douane

Pour leur part, les recettes non fiscales, hors privatisation, se sont améliorées de 12,2%, recouvrant un accroissement des recettes au titre des dons mobilisés auprès des pays du CCG qui ont atteint 3,3 milliards, contre 1,7 milliard un an auparavant, ce qui est largement inférieur au montant de 13 milliards programmé dans la loi de finances 2016. Les recettes de monopole et d'exploitation ont connu une augmentation pour le deuxième mois consécutif, après les versements effectués par les principaux établissements et entreprises publics. En effet, l'OCP a versé à fin octobre 2016 un total de 2 milliards, Maroc Télécom 1,4 milliard, l'Agence Nationale de la Conservation Foncière 1,3 milliard et Marsa Maroc 750 millions.

4.2 Dépenses publiques

Les dépenses globales à fin octobre 2016 se sont chiffrées à 236,3 milliards, en accroissement de 5,1% par rapport à fin octobre 2015. Cette évolution reflète l'augmentation de 12,4% des investissements à 48 milliards et de 3,4% des dépenses ordinaires à 188,3 milliards. Les dépenses de biens et services se sont alourdies de 5,9% à 134,9 milliards, reflétant un accroissement de 2,1% à 87,4 milliards des dépenses de personnel et de 13,7% à 47,5 milliards des charges au titre des autres biens et services, soit un taux d'exécution de 77,8% de la loi de finances. La progression de ces dernières incorpore la hausse de 27,3% à 15,4 milliards des transferts aux divers établissements publics, de 70,8% à 4,1 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor et de 4% à 10,5 milliards des transferts au profit de la Caisse Marocaine des Retraites.

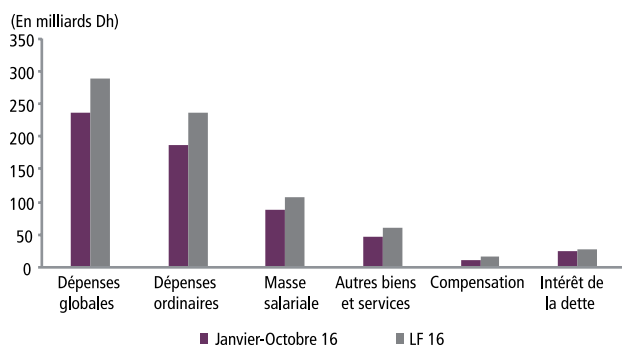
Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)*

	Janv. oct. 2015	Janv. oct. 2016	Var 16/15 En %	LF 2016	Réalisation par rapport LF %
Dépenses globales	224,9	236,3	5,1	288,6	81,9
Dépenses ordinaires	182,1	188,3	3,4	235,4	80,0
Biens et services	127,4	134,9	5,9	167,8	80,4

Personnel	85,6	87,4	2,1	106,8	81,9
Autres biens et services	41,7	47,5	13,7	61,0	77,8
Intérêt de la dette	24,5	24,9	1,5	28,3	87,9
Compensation	11,7	9,8	-16,6	15,6	63,0
Transferts aux CT	18,5	18,8	1,4	23,8	78,9
Investissement	42,8	48,0	12,4	53,1	90,4

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

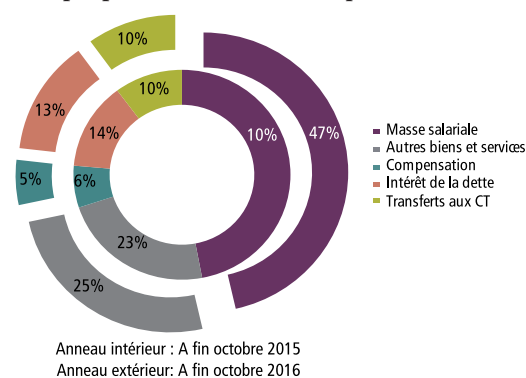
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

En outre, les charges en intérêts de la dette, exécutées à hauteur de 87,9% de la loi de finances, ont enregistré une hausse de 1,5% à 24,9 milliards, recouvrant un accroissement de 2,5% à 21,7 milliards des intérêts sur la dette intérieure et une baisse de 5,3% à 3,1 milliards de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

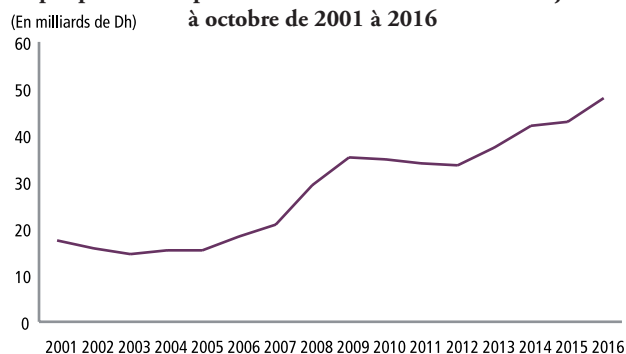


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA et calculs BAM.

Concernant la charge de compensation, elle ressort en diminution de 16,6% à 9,8 milliards à fin octobre 2016, soit un taux d'exécution de 63% par rapport à la loi de finances. Au niveau de la subvention du gaz butane, la baisse s'explique par la diminution de 19,7% du prix du gaz sur le marché international, qui est revenu d'un cours moyen de 379 \$/T de janvier à octobre 2015 à 304,2 \$/T pour la même période de 2016.

En outre, selon les données de la Caisse de Compensation, la subvention du sucre a connu une augmentation de 8,8% à 2,4 milliards à fin août 2016, due à la subvention supplémentaire relative au sucre importé¹, en raison du renchérissement des cours au niveau international. Les cours du sucre brut sont ainsi passés de 292,6 \$/T en moyenne entre janvier et août 2015 à 371,1 \$/T pour la même période de 2016, la moyenne entre septembre et octobre 2016 étant de 481,5 \$/T. Pour ce qui est du taux de change moyen du dirham par rapport au dollar, il n'a pas connu de changement notable, passant de 9,7 entre janvier et octobre 2015 à 9,8 pour la même période de 2016.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement cumulées de janvier à octobre de 2001 à 2016



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

En augmentation de 12,4%, les dépenses d'investissement du Trésor ont atteint 48 milliards, soit un taux d'exécution de 90,4% des prévisions de la loi de finances. La hausse est imputable aux charges communes qui ont progressé de 41% à 18 milliards, alors que les dépenses des Ministères ont diminué

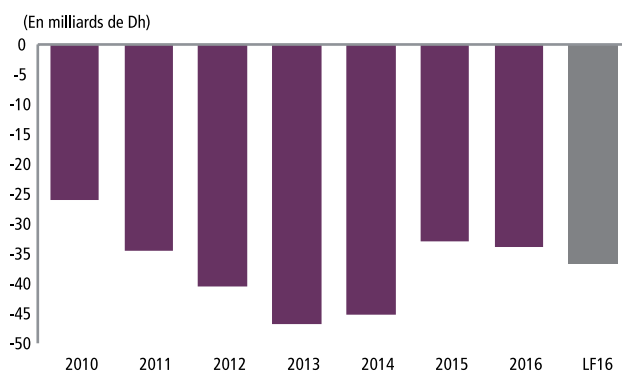
¹ Les régularisations au titre du sucre importé sont passées d'une recette de 140 millions de dirhams entre janvier et octobre 2015 à une charge supportée par la Caisse de Compensation de 55 millions en 2016.

de 1,5% à 27,6 milliards. Par ailleurs, l'analyse en flux mensuels, montre que celui d'octobre 2016 est en diminution de 19% par rapport au flux d'octobre 2015. Toujours est-il qu'il est souvent observé des sauts importants au niveau du flux de décembre ce qui augure d'une dépense d'investissement pour l'exécution de 2016 largement supérieure aux prévisions d'émission de la loi de finances.

4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu des évolutions des recettes, des dépenses et du solde positif des comptes spéciaux qui a enregistré une amélioration de 2,3% à 5,8 milliards, la situation du Trésor à fin octobre 2016 s'est soldée par un déficit budgétaire, hors privatisation, de 34 milliards en creusement de 1,1 milliard par rapport à la même période de 2015. Le Trésor a constitué des arriérés de paiement d'un montant de 635 millions de dirhams, portant son stock à près de 5,8 milliards², contre des règlements d'arriérés à fin octobre 2015 de 10,2 milliards. Par conséquent, le déficit de caisse ressort en nette amélioration par rapport à la même période de 2015 de 9,8 milliards à 33,4 milliards.

Graphique 4.5 : Soldes budgétaires cumulés de janvier à octobre de 2010 à 2016 et LF 2016



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

Outre le financement net extérieur positif de 2,4 milliards, au lieu d'un flux net négatif en 2015, le besoin de financement a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 30,4 milliards, en baisse

² Estimation de Bank Al-Maghrib sur la base des flux mensuels.

de 14,1 milliards de dirhams, et par une recette de privatisation de 570 millions issue de la cession de l'Etat de ses parts dans la Société Maroc-Emirats Arabes-Unis de Développement (SOMED).

Les tirages extérieurs bruts à fin octobre 2016, d'un total de 9,1 milliards de dirhams, proviennent de la Banque Mondiale à hauteur de 4,7 milliards, de la BAD pour 3,2 milliards, du Japon pour 728 millions et à hauteur de 420 millions du FADES.

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

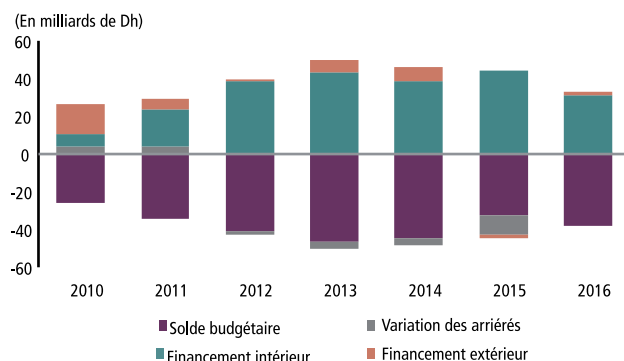
	Janv. oct. 2015	Janv. oct. 2016	LF 2016	Ecart absolu LF/ janv.-oct.16
Solde ordinaire	4,2	8,2	10,5	2,3
Solde des CST	5,7	5,8	6,0	0,2
Solde primaire	-8,4	-9,1	-8,3	0,8
Solde budgétaire	-32,9	-34,0	-36,6	-2,6
Variation des arriérés	-10,2	0,6	0,0	
Besoin de financement	-43,1	-33,4	-36,6	-3,3
Financement intérieur	44,5	30,4	14,4	-16,0
Financement extérieur	-1,4	2,4	22,2	19,8
Privatisation	0	0,57	0	-

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

Sur le plan intérieur, le Trésor a de nouveau bénéficié de ressources domestiques propres provenant notamment des dépôts au Trésor, en augmentation de 5 milliards à 57,7 milliards, ce qui a contribué à limiter le recours à l'endettement à 16,2 milliards, dont 12,2 milliards levés sur le marché des adjudications au lieu de 38,6 milliards à la même période de 2015. Les souscriptions nettes sur le marché des adjudications pour les dix premiers mois de 2016 ont été effectuées principalement dans les bons à 26 semaines, pour 6,2 milliards, et dans les maturités longues pour 25,2 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont concerné les bons à 52 semaines et à 2 ans pour un total de 21,1 milliards. Par ailleurs, dans le cadre de la gestion active de sa dette, le Trésor a procédé à des opérations d'échanges de bons

pour un montant de 20,4 milliards de dirhams durant les dix premiers mois de 2016.

Graphique 4.6 : Soldes budgétaires et financements cumulés de janvier à octobre de 2010 à 2016*



* 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).

D'une année à l'autre, les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications sont restées favorables. Pour les dix premiers mois de 2016 par rapport à la même période en 2015, les taux moyen pondéré (TMP) des émissions ont enregistré en moyenne une baisse de 39 points de base (pdb) à 2,99%. Les taux appliqués aux bons du Trésor à 15 ans et à 5 ans ont baissé, respectivement, de 46 pdb à 3,55% et de 45 pdb à 2,68%. De même, les taux des maturités courtes ressortent en diminution, ceux assortissant les bons à 13 semaines, 26 semaines et 52 semaines, sont revenus en moyenne à 2,11%, à 2,18% et à 2,24%, en baisse de 40 pdb pour les bons à 13 semaines et de 35 pdb pour chacune des deux autres maturités.

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

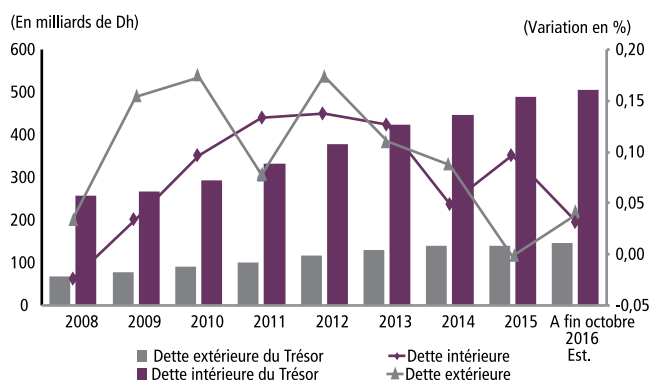
	2011	2012	2013	2014	2015	A fin oct. 2016 Est.*
Dette extérieure du Trésor	99,6	116,9	129,8	141,1	140,8	146,2
Var en %	7,8	17,4	11,1	8,7	-0,2	3,8
En % du PIB	12,1	13,8	14,5	15,3	14,3	14,5
Dette intérieure du Trésor	331,3	376,8	424,5	445,5	488,4	504,6
Var en %	13,4	13,7	12,6	5,0	9,6	3,3

En % du PIB	40,4	44,4	47,3	48,2	49,7	50,0
Encours de la dette directe	430,9	493,7	554,3	586,6	629,2	650,8
Var en %	12,0	14,6	12,3	5,8	7,3	3,4
En % du PIB	52,5	58,2	61,7	63,5	64,1	64,4
Croissance du PIB nominal (%)	4,5	3,4	5,9	2,9	6,3	2,8

Sources :
Pour le PIB, ceux de 2011 à 2015 sont des estimations du HCP, celui de 2016 est une prévision de BAM
Pour la dette à fin octobre, les estimations se basent en grande partie sur les flux des financements intérieurs et extérieurs.

Au niveau de la dette publique directe, les estimations basées principalement sur les flux de financement font ressortir une augmentation de 3,4% à fin octobre 2016, par rapport au niveau de fin décembre 2015. Cette évolution incorpore une progression de 3,8% de la composante extérieure et de 3,3% de celle intérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2016, la croissance s'est limitée à 0,5%, soit le taux le plus faible depuis 2008. Cet essoufflement brusque reflète un creusement de la contribution négative des exportations nettes ainsi qu'une décélération de la participation de la demande intérieure. Au second semestre, la croissance devrait s'établir à 1,2% à la faveur d'une relative accélération de la consommation finale des ménages et de l'investissement. En parallèle, la contribution de la demande extérieure nette devrait rester négative.

Du côté offre, la valeur ajoutée agricole devrait poursuivre sa baisse avec un rythme de 9,7% au troisième trimestre et de 8,9% au quatrième trimestre, sous l'effet de la forte contraction de la production céréalière, dont l'impact a été atténué par la bonne performance des autres cultures. Pour sa part, la croissance du PIB non agricole devrait avoisiner 2,6% et 2,4% respectivement.

Sur le marché du travail, la situation a été marquée au troisième trimestre, par une nouvelle perte nette d'emplois de 73.000 postes, ainsi qu'une importante baisse de 1,2 point de pourcentage du taux d'activité, ce qui s'est traduit par un repli de 10,1% à 9,6% du taux de chômage. Concernant les coûts du travail, les dernières données disponibles du deuxième trimestre montrent une hausse de l'indice des salaires dans le secteur privé de 3,6% en termes nominaux et de 1,6% en termes réels.

Dans ces conditions, l'output-gap global aurait continué d'évoluer en dessous de son potentiel.

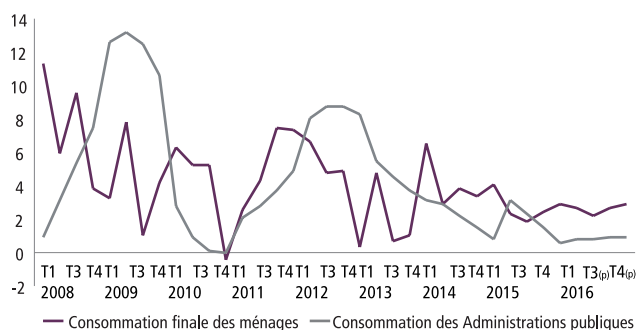
5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Avec un taux de 2,2% au deuxième trimestre 2016, le rythme de progression de la consommation finale des ménages continue à s'inscrire en ralentissement et ce, depuis le quatrième trimestre 2015. Sa contribution à la croissance est ainsi revenue de 1,7 point de pourcentage au quatrième trimestre 2015 à 1,3 point. Cette orientation ne devrait, cependant, pas se poursuivre au second semestre. En effet, sur la base des indicateurs disponibles, la consommation finale des ménages devrait s'accélérer légèrement à 2,8%. Elle serait soutenue notamment par une accélération des transferts des MRE, en progression de 6,6% au troisième trimestre contre 2,7% une année auparavant, ainsi qu'une poursuite de l'accroissement des crédits bancaires, notamment ceux destinés à la consommation. Elle serait portée, également, par les effets d'entraînement liés à une légère accélération des revenus non agricoles, avec en particulier une amélioration relative des activités touristiques.

Concernant, la consommation finale des Administrations publiques, son rythme d'accroissement aurait connu une décélération à 0,8% au deuxième trimestre contre 2,3% une année auparavant. Celle-ci devrait poursuivre la même orientation au cours du second semestre de l'année, comme en témoigne le ralentissement des dépenses du personnel et celle des dépenses des autres biens et services qui ont augmenté respectivement de 0,1% et de 4,1%, en glissement annuel, au troisième trimestre contre 1,7% et 5,6% à la même période de l'année précédente. Bien que faible, la contribution à la croissance de la consommation finale des Administrations publiques resterait positive.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

5.1.2 Investissement

L'investissement a enregistré un accroissement de 3,9% au deuxième trimestre contre 0,4% un an auparavant. Ainsi, sa contribution à la croissance s'est élevée à 1,2 point de pourcentage contre 0,1 point au même trimestre de l'année précédente.

Les évolutions récentes des indicateurs disponibles, laissent entrevoir une accélération de l'investissement au second semestre. En effet, les importations d'équipements ont augmenté de 33,8% et les crédits accordés à l'équipement sont en accélération continue depuis le quatrième trimestre 2015. La baisse des taux débiteurs sur ces crédits devrait stimuler davantage l'investissement au cours des prochains trimestres. Dans le même sillage, le crédit immobilier a connu une légère amélioration au troisième trimestre reflétant la reprise des crédits accordés aux promoteurs immobiliers. Parallèlement, le marché de l'immobilier a enregistré une progression des ventes et des prix des biens résidentiels, du foncier et des actifs à usage commercial.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib indiquent que le climat des affaires a connu une amélioration au troisième trimestre, avec une hausse des ventes sur le marché local et étranger. En outre, les industriels tablent sur une progression au quatrième trimestre des dépenses d'investissement dans l'ensemble des branches d'activités.

5.2 Demande extérieure

La contribution à la croissance des exportations nettes de biens et services s'est maintenue négative pour le deuxième trimestre consécutif, pour s'établir à 2,2 points de pourcentage au deuxième trimestre. Les importations ont affiché un accroissement de 8,7% au lieu d'une baisse de 1,5% un an auparavant. En parallèle, les exportations ont connu une progression limitée à 4,6% contre 5,1% au même trimestre de l'année précédente.

Cette orientation de la demande extérieure devrait se prolonger au troisième trimestre 2016, à la lumière de la dynamique des importations, notamment celles de biens d'équipement, ainsi que la contreperformance des exportations de phosphates et dérivés. Par conséquent, la contribution de la demande extérieure nette à la croissance resterait négative sur le reste de l'année.

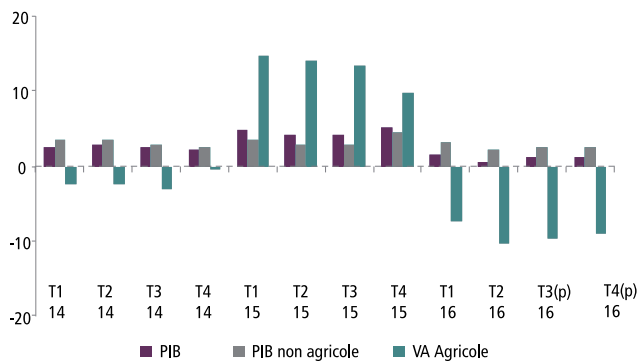
Au total, après un taux de croissance de 0,5% au deuxième trimestre, la croissance du PIB se serait située autour de 1,2% en moyenne au deuxième semestre.

5.3 Offre globale

Au troisième trimestre, la croissance du PIB aurait été marquée par une légère accélération à 1,3%. Par composante, la valeur ajoutée agricole aurait accusé un nouveau recul de 9,7%, après 10,9% au deuxième trimestre, sous l'effet de la contraction de la production céréalière, dont l'impact a été atténué par la bonne performance des autres cultures, favorisée par les précipitations survenues en février et mars derniers.

Pour les activités non agricoles, la progression de leur valeur ajoutée serait passée de 1,4% à 2% entre le deuxième et le troisième trimestre. Tenant compte d'une hausse estimée à 6,9% des impôts sur les produits nets de subventions, la croissance du PIB non agricole se serait établie à 2,6% contre 2,1% au deuxième trimestre et 2,9% un an auparavant.

Graphique 5.2 : Evolution en glissement annuel du PIB (prix chaînés, en %)

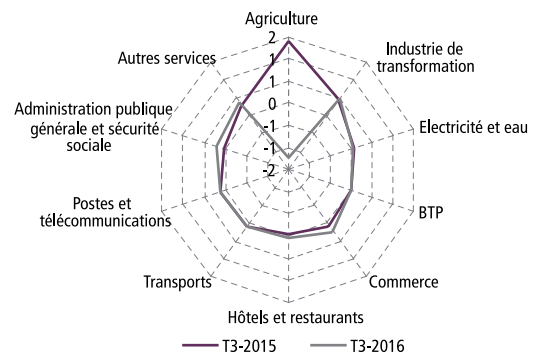


Au niveau des activités secondaires, la valeur ajoutée des industries de transformation se serait accrue de 2,8% au troisième trimestre après 1,9% le trimestre précédent, à la faveur de la bonne performance des métiers mondiaux du Maroc, notamment la construction automobile et l'aéronautique. L'activité dans le secteur d'électricité aurait connu, pour sa part, une reprise de 2,8% après une baisse de 1,8%, traduisant une amélioration de la production d'électricité locale de 5,4% après une diminution de 1,1%.

Pour le BTP, l'accroissement de sa valeur ajoutée aurait ralenti, revenant de 0,9% à 0,4% entre le deuxième et le troisième trimestres, traduisant notamment une accentuation de la baisse de 2,2% à 3,9% des ventes de ciment.

A l'inverse, l'activité minière aurait de nouveau reculé de 3% après 1,2% au deuxième trimestre, sous l'effet du repli de 2,9% après 1,8% de la production de phosphate.

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



Concernant les activités tertiaires, le secteur des postes et télécommunications aurait affiché une augmentation de 4,2% après 4% au deuxième trimestre. De même, les activités commerciales auraient poursuivi leur croissance avec un rythme de 2,6% après 3,1% le trimestre précédent et 1,2% un an auparavant. A l'inverse, après une régression de 2% au deuxième trimestre, la valeur ajoutée du secteur hotels et restaurants se serait redressée de 1,8%, reflétant une amélioration des principaux indicateurs du secteur.

Au quatrième trimestre, la croissance économique devrait maintenir son niveau observé au troisième trimestre, résultat d'une atténuation de la baisse de la valeur ajoutée agricole et d'une légère décélération à 2,6% de celle des activités non agricoles. Tenant compte des impôts nets de subventions, la croissance du PIB non agricole devrait revenir à 2,4%.

Pour l'ensemble de l'année de 2016, la croissance économique devrait s'établir à 1,2% contre 4,5% en 2015, reflétant une contraction de 9,6% après une hausse de 12,8% de la valeur ajoutée agricole et un maintien du taux d'accroissement à 1,9% de la valeur ajoutée non agricole.

5.4 Marché du travail et capacités de production

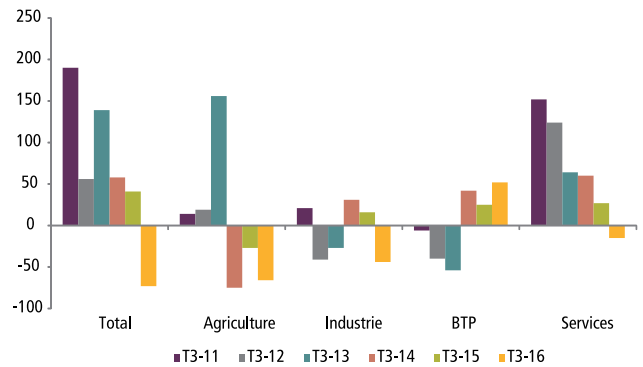
5.4.1 Activité et emploi

La situation du marché du travail a été caractérisée au troisième trimestre 2016 par une baisse importante en glissement annuel de 1,1% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 11,85 millions de personnes, avec un recul de 1% en milieu urbain et de 1,3% en zones rurales. Le taux d'activité a continué ainsi à reculer à un rythme élevé de 1,2 point de pourcentage, soit le repli le plus élevé depuis le quatrième trimestre 2007, s'établissant à 46,7%. Par milieu de résidence, il est revenu de 41,6% à 40,4% dans les villes et de 58,0% à 56,8% en milieu rural.

En parallèle, l'économie marocaine a accusé une nouvelle perte de 73.000 postes, résultat d'une contraction de 70.000 emplois en zones rurales et de 3.000 postes en milieu urbain. Dans ces conditions, la population active occupée a accusé une diminution de 0,7% et le taux d'emploi est revenu de 43,1% à 42,2%. Par milieu de résidence, ce taux a baissé de 35,3% à 34,6% en milieu urbain et de 55,5% à 54,4% en zones rurales.

Par secteur d'activité, les services, principal pourvoyeur d'emplois, ont accusé, pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2010, une perte de 15.000 postes. La perte d'emplois a été également observée dans le secteur agricole avec 66.000 postes et l'industrie y compris l'artisanat avec 44.000 postes, majoritairement dans la branche du "textile bonneterie et habillement". A l'inverse, l'emploi dans le BTP a montré des signes de dynamisme avec une création de 52.000 postes.

Graphique 5.4 : Evolution des créations d'emplois par secteur (en milliers)

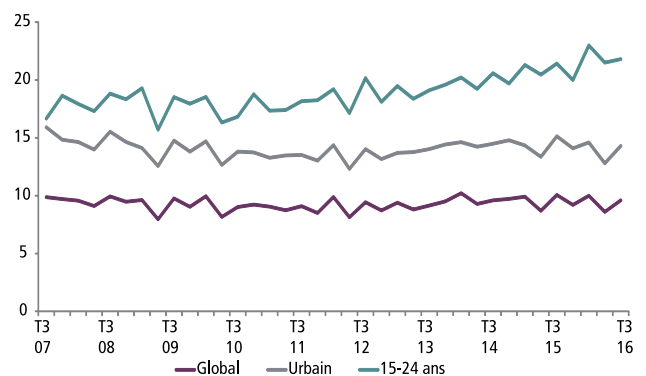


Source : HCP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a enregistré une importante contraction de 5,3% au troisième trimestre à 1,14 million de personnes. Tenant compte de la diminution de la population active, le taux de chômage a ainsi reculé de 0,5 point de pourcentage à 9,6% au niveau national, avec une nette régression de 0,8 point à 14,3% en milieu urbain et une stagnation à 4,3% en zones rurales. La baisse du chômage n'a pas concerné toutefois les jeunes âgés de 15 à 24 ans, dont le taux est passé de 21,4% à 21,8% globalement et de 39,3% à 40,8% en milieu urbain.

Graphique 5.5 : Evolution du taux de chômage (en %)



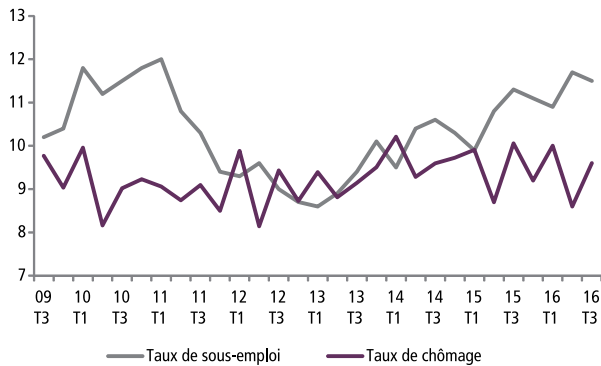
Source : HCP.

S'agissant du sous-emploi¹, indicateur mesurant le degré de sous-utilisation des capacités de production,

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

le taux a poursuivi sa tendance haussière pour se situer à 11,5% contre 11,3% un an auparavant. Cette évolution recouvre une progression de 0,3 point de pourcentage à 10,5% en milieu urbain et de 0,2 point à 12,5% en zones rurales.

Graphique 5.6 : Evolution du taux de chômage et du taux de sous-emploi (en %)



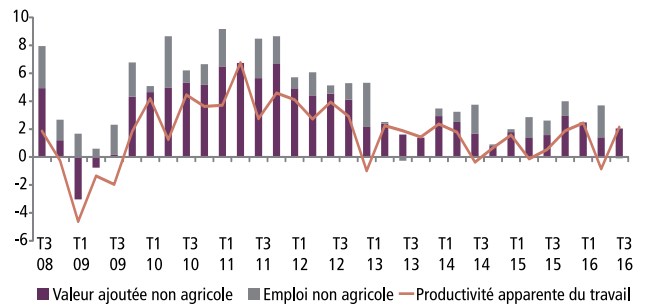
Source : HCP.

Cette évolution a concerné l'ensemble des secteurs d'activité, à des degrés divers toutefois. Le taux de sous-emploi dans l'agriculture a, en effet, affiché une importante augmentation de 0,9 point de pourcentage à 12,1%. Pour les autres secteurs, il est passé de 8,8% à 9% dans l'industrie y compris l'artisanat, de 17,7% à 18 dans le BTP et de 10,6% à 10,8% dans les services.

3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles² a connu une accélération de 0,5% à 2,1% de son rythme d'accroissement, sous l'effet conjugué d'une augmentation de 1,6% à 2% de la croissance non agricole et d'une baisse de 0,1% après un accroissement de 1% un an auparavant de l'emploi non agricole.

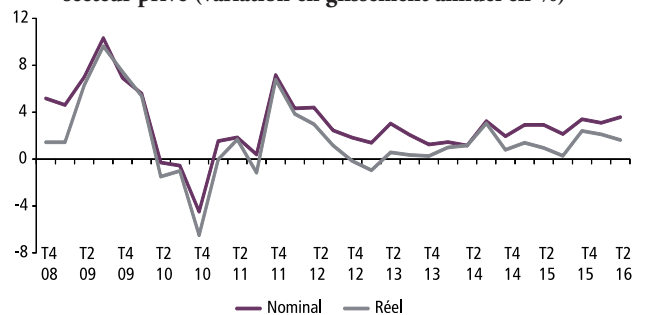
Graphique 5.7 : Evolution de la productivité apparente de travail, de la valeur ajoutée et de l'emploi non agricoles (variation en glissement annuel en %)



Sources : HCP et calculs BAM.

Pour ce qui est des coûts salariaux, les dernières données relatives au deuxième trimestre montrent une augmentation de l'indice des salaires moyens, calculé sur la base des données de la CNSS, de 3,6% après 2,9% en termes nominaux et de 1,6% contre 1% en termes réels.

Graphique 5.8 : Evolution de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)

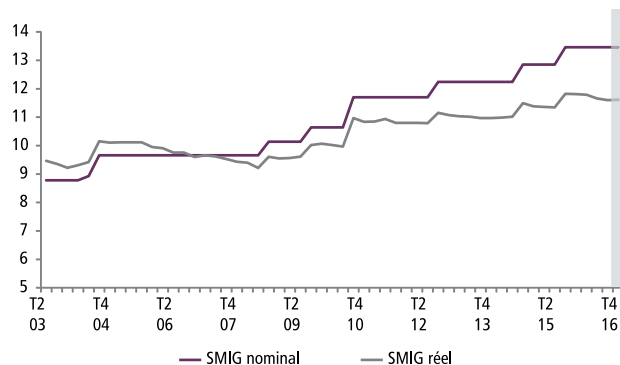


Sources : CNSS et calculs BAM.

En parallèle, et tenant compte de sa revalorisation de 4,7% à 13,46 dhs/h opérée en juillet 2015, le SMIG a régressé, en termes réels en glissement annuel, de 1,9% au troisième trimestre 2016 et devrait baisser de 1,7% au prochain trimestre.

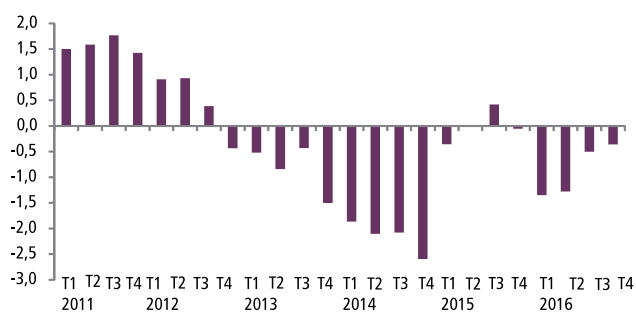
²Appréhendée par le rapport entre la valeur ajoutée non agricole et la population active occupée hors agriculture.

Graphique 5.9 : Evolution du SMIG horaire en termes nominaux et réels (en DH/h)



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

Graphique 5.10 : Evolution de l'output-gap non agricole (en %)



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

Tableau 5.1 : Evolution des principaux indicateurs du marché de travail

	T3- 2016	T3-2015
Taux d'activité (en %)	46,7	47,9
Urbain	40,4	41,6
Rural	56,8	58,0
Taux de chômage (en %)	9,6	10,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	21,8	21,4
Urbain	14,3	15,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	40,8	39,3
Rural	4,3	4,3
Créations d'emplois (en milliers)	-73	41
Urbain	-3	24
Rural	-70	17
Secteurs		
- Agriculture	-66	-27
- Industrie y compris l'artisanat	-44	16
- BTP	52	25
- Services	-15	27
Productivité apparente non agricole (variation en %)	2,1	0,5
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	3,6	2,9
Réel	1,6	1,0

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

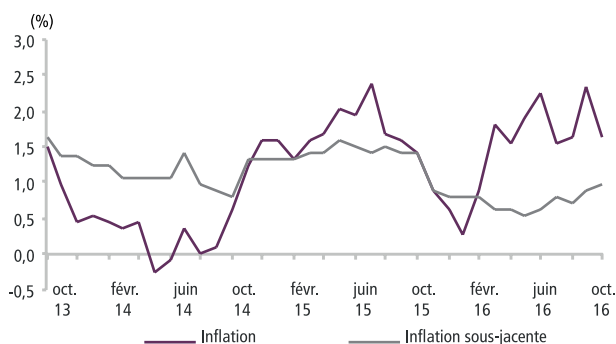
La survenance de chocs d'offre successifs de certains produits alimentaires au cours du deuxième et troisième trimestres de 2016, s'est traduite par le maintien de l'inflation à un niveau relativement élevé. L'inflation s'est établie à 1,9% durant cette période, avant de revenir à 1,6% en octobre. En effet, après avoir progressé de 11,7% au deuxième trimestre et de 9,5% au troisième trimestre, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont connu une décélération de leur rythme d'évolution à 5,3% en octobre. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés n'ont pas connu de variations importantes depuis le début de l'année, alors que les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré une hausse de 8,1% après une baisse de 2,2% au troisième trimestre, reflétant en partie la relative reprise des cours internationaux des produits pétroliers. Quant à l'inflation sous-jacente, elle s'est accélérée de 0,8% à 1%, en relation principalement avec le renchérissement de certains produits alimentaires, notamment les légumineuses sèches.

A court terme, l'inflation devrait ralentir à 1,7% au quatrième trimestre, en lien essentiellement avec la décélération du rythme d'augmentation des prix des produits alimentaires à prix volatils, qui devrait plus que compenser les effets de la hausse estimée de l'inflation sous-jacente et des prix des carburants et lubrifiants.

6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation est revenue de 1,9% en moyenne au deuxième et troisième trimestres de l'année à 1,6% en octobre, sous l'effet principalement de la décélération du rythme de progression des prix de plusieurs produits alimentaires à prix volatils. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré une hausse de 8,1% après des baisses de 6,5% et de 2,2% au deuxième et troisième trimestres respectivement, traduisant la reprise des cours internationaux des produits pétroliers et, dans une moindre mesure, la dépréciation du dirham par rapport au dollar américain. Les tarifs des produits réglementés n'ont pas connu de variations significatives par rapport à leurs niveaux de février. Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente a connu une accélération graduelle passant de 0,5% en mai à 1% en octobre, reflétant essentiellement l'évolution 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		
	août 16	sept. 16	oct. 16	août 16	sept. 16	oct. 16
Inflation	0,0	0,7	-0,3	1,6	2,3	1,6
- Produits alimentaires à prix volatils	0,6	3,1	-2,8	8,5	11,5	5,3
- Carburants et lubrifiants	-3,7	2,9	1,2	-4,8	5,0	8,1
- Produits réglementés	-0,1	0,1	-0,1	0,5	0,6	0,5
Inflation sous-jacente	-0,2	-0,1	0,1	0,7	0,9	1,0
- Produits alimentaires	0,0	0,2	0,2	0,6	0,7	0,8
- Articles d'habillement et chaussures	-0,1	0,1	0,3	0,6	0,7	1,0

- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,1	0,0	0,9	0,8	0,8
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6
- Santé*	0,2	0,0	0,0	1,5	1,0	0,9
- Transport*	-0,1	0,0	-0,1	0,2	0,2	-0,1
- Communication	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
- Loisirs et cultures	0,2	0,0	0,1	1,9	1,8	1,9
- Enseignement	0,0	2,6	0,2	2,1	2,8	2,8
- Restaurants et hôtels	0,3	0,2	0,1	2,6	2,8	2,7
- Biens et services divers	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4

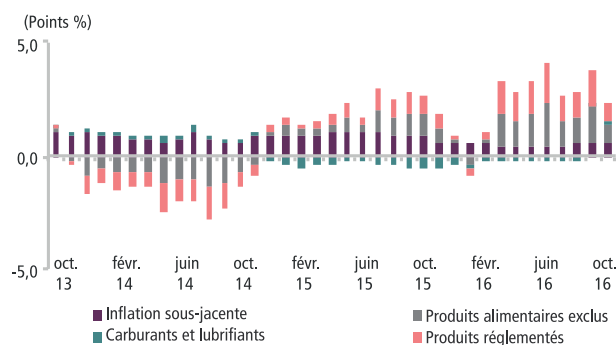
* Hors produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

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

Le retour progressif des prix de plusieurs produits alimentaires à prix volatils ayant subi d'importants chocs d'offre depuis le début de l'année à leurs niveaux moyens a induit une décélération marquée de l'inflation. La hausse de leurs prix est revenue de 9,5% au troisième trimestre à 5,3% en octobre, ramenant leur contribution à l'inflation de 1,3 à 0,7 point de pourcentage. Cette décélération a concerné particulièrement les prix des « volaille et lapin » qui ont reculé de 3,7% après une hausse de 13%, ceux des poissons frais qui sont revenus en octobre à leur niveau de l'année précédente, après une augmentation de 5,8%, et les prix des légumes frais dont le rythme de progression s'est replié de 8% à 1,3%.

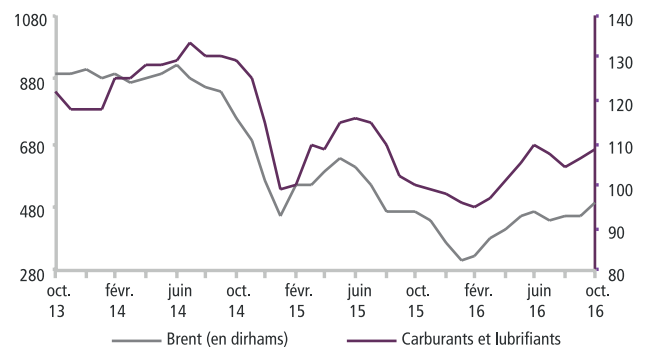
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

Dans le même sens, l'augmentation des tarifs des produits réglementés s'est légèrement atténuée de 0,6% au troisième trimestre à 0,5% en octobre, en lien principalement avec le recul des tarifs du transport routier des passagers et de certains services médicaux. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont affiché leurs premières progressions en variation annuelle et ce, depuis novembre 2014.

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

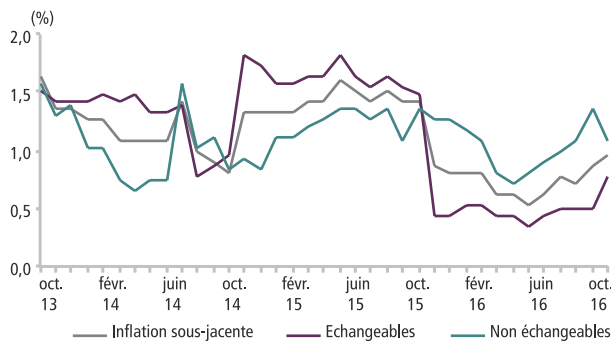


Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente s'est accélérée de 0,8% au troisième trimestre à 1% en octobre. Cette évolution recouvre une hausse du rythme d'accroissement des prix des produits échangeables et un repli de celui des biens non échangeables. En effet, l'inflation des biens échangeables a progressé de 0,5% au troisième trimestre à 0,8% en octobre, sous l'effet essentiellement de l'augmentation des prix des légumineuses sèches. La contribution des biens échangeables à l'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à 0,4 point de pourcentage au lieu de 0,3 point. Pour sa part, l'inflation des biens non échangeables est revenue de 1,2% à 1,1%, reflétant notamment la baisse des prix des viandes fraîches de 0,5% après une progression de 0,2% au troisième trimestre. La contribution des biens non échangeables à l'inflation sous-jacente est passée de 0,5 à 0,4 point de pourcentage.

Graphique 6.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX, en glissement annuel



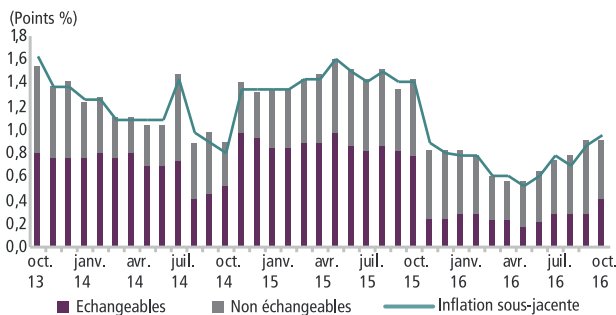
Sources : HCP et calculs BAM.

Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX

(En %)	Evolution en glissement mensuel			Evolution en glissement annuel		
	août 16	sept. 16	oct. 16	août 16	sept. 16	oct. 16
Biens échangeables	0,0	0,0	0,3	0,5	0,5	0,8
Biens non échangeables	0,1	0,5	-0,1	1,1	1,3	1,1
Inflation sous-jacente	-0,2	-0,1	0,1	0,7	0,9	1,0

Sources : HCP et calculs BAM.

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



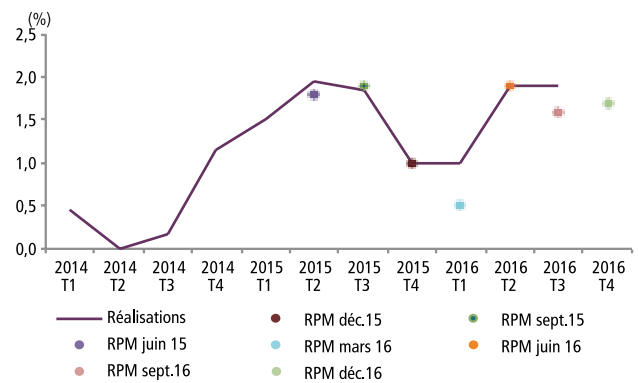
Sources : BAM.

6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

Après s'être établie à 1,9% au deuxième et troisième trimestres, l'inflation devrait ralentir à 1,7% au

dernier trimestre de l'année. Cette évolution est liée essentiellement à une décélération prévue de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils qui devrait plus que compenser la progression de l'inflation sous-jacente et celle des prix carburants et lubrifiants. La contribution des produits alimentaires à l'inflation devrait ainsi se limiter à 0,8 point de pourcentage au lieu de 1,3 point un trimestre auparavant. En revanche, l'augmentation prévue des cours internationaux des produits pétroliers devrait se traduire par une poursuite de la hausse des prix des carburants et lubrifiants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait progresser à 1,1% contre 0,8% le trimestre précédent, en lien avec le maintien des prix de certains produits alimentaires, notamment les légumineuses sèches, à des niveaux élevés et l'accélération du rythme de progression des tarifs de l'enseignement.

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

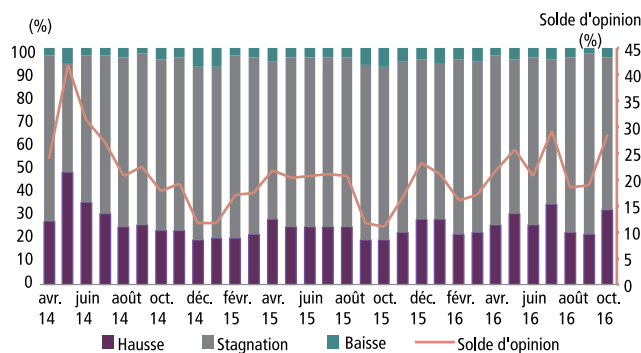


Sources : BAM.

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relative au mois d'octobre indiquent que 65% des industriels prévoient une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que 32% tablent sur une progression des prix et 3% d'entre eux anticipent une décélération.

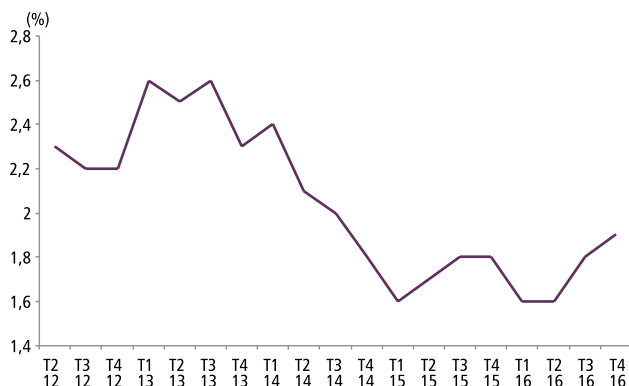
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation des trois prochains mois par les chefs des entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib au titre du quatrième trimestre 2016, les experts du secteur financier anticipent un taux d'inflation moyen de 1,9% entre le 4ème trimestre 2016 et le 3ème trimestre 2018.

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

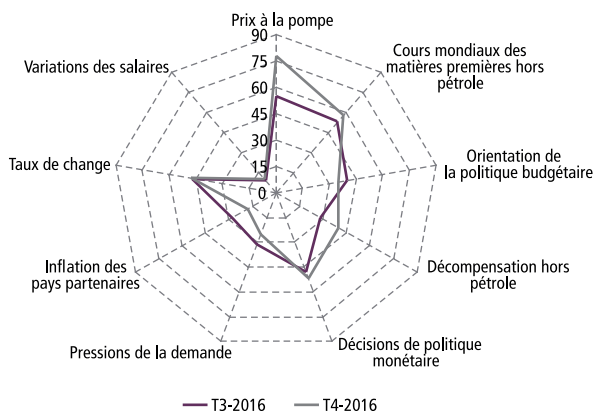


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

Ils s'accordent, à cet égard, sur le rôle déterminant des évolutions des prix à la pompe, des décisions de politique monétaire et des cours mondiaux des matières premières dans l'orientation future de l'inflation durant cette période.

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

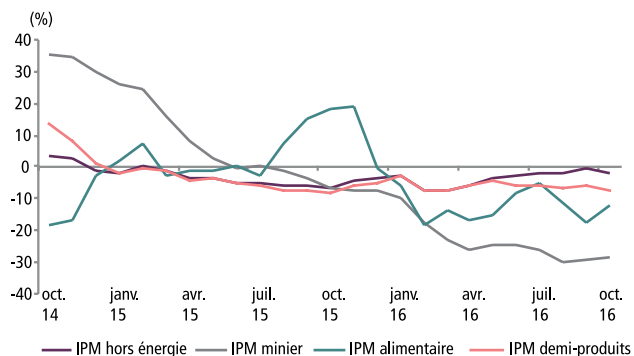


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à l'importation et à la production

Les prix à l'import hors énergie continuent de s'inscrire dans une tendance baissière, en comparaison annuelle, depuis décembre 2014, affichant un repli de 1,6% en octobre après celui de 0,8% en septembre et de 1,9% en août.

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

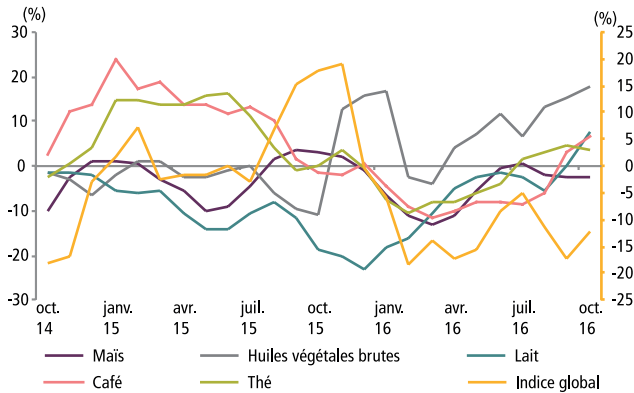


Source : Office de Change et calculs BAM.

Cette baisse a concerné aussi bien les produits alimentaires que les demi-produits et les produits miniers. En effet, la diminution des prix des denrées alimentaires importées est revenue de 17,3% en septembre à 12,4% en octobre, en liaison notamment avec la diminution de 32,4% des prix à l'importation du blé contre 38,3% un mois auparavant. Pour leur

part, les prix à l'import des demi-produits ont enregistré une diminution de 7,7% après celle de 6,3% le mois précédent. S'agissant des prix à l'import des produits miniers, leur recul s'est atténué de 29,3% à 28,1%, suite principalement au recul des prix du soufre brut de 41,1% après 44,5% en septembre.

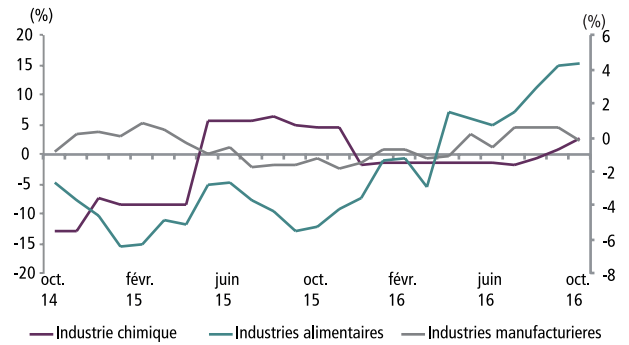
Graphique 6.11 : Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire (*)



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

Pour leur part, les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une hausse mensuelle de 0,2% en octobre, alors qu'ils avaient reculé de 0,1% en septembre, sous l'effet principalement de la progression de 1,6% des prix à la production de l'«industrie chimique» et dans une moindre mesure, de celles de 0,5% de « l'industrie d'habillement » et de 0,3% de l'industrie de « fabrication du textile ». Ces augmentations ont plus que compensé les baisses de 0,8% de l'industrie de « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques» et de 0,2% des «industries alimentaires», respectivement.

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



Sources : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

L'activité économique mondiale devrait reprendre à moyen terme, bien qu'à un rythme lent, bénéficiant des politiques monétaires accommodantes dans les pays avancés et d'un niveau relativement bas des prix des matières premières. La croissance devrait ainsi se consolider dans la zone euro et s'accélérer aux Etats-Unis, alors que certains pays émergents notamment la Russie et le Brésil devraient sortir progressivement de la crise. En revanche, la croissance en Chine devrait poursuivre son ralentissement, traduisant le rééquilibrage de l'économie. Ainsi, après avoir pâti en 2016 du cycle négatif de l'investissement et de l'appréciation du dollar, la croissance américaine devrait reprendre à moyen terme. Dans la zone euro, la croissance devrait profiter des mesures d'assouplissement quantitatif, des taux d'intérêt bas et de l'impulsion budgétaire. Sa croissance devrait légèrement s'accélérer en 2017 avant de ralentir en 2018, tenant compte des effets de la sortie prévue du Royaume-Uni de l'Union Européenne. Sur les marchés des matières premières, les prix mondiaux devraient rester globalement à un niveau bas avec toutefois une légère révision à la hausse des prix du pétrole, suite notamment à la concrétisation de l'accord des pays producteurs de pétrole sur une réduction de leur production. Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro devrait augmenter sensiblement en 2017 et se stabiliser en 2018 à un niveau proche de l'objectif de la BCE.

Dans ce contexte, bien qu'en décélération par rapport à 2015 et sous l'effet de la baisse des expéditions des phosphates et dérivés, les exportations de biens devraient maintenir un rythme de croissance soutenu en 2017 et en 2018 bénéficiant de l'amélioration de la demande étrangère, de la reprise des ventes de phosphates et dérivés ainsi que de la poursuite de la dynamique à l'export de la construction automobile. Pour leur part, les importations de biens devraient enregistrer en 2016 une importante progression, tirée principalement par la forte hausse des acquisitions de biens d'équipement. A moyen terme, la hausse des importations devrait se poursuivre, bien qu'à un rythme moyen moindre comparativement à 2016, en relation avec la reprise de la demande et l'augmentation graduelle des prix du pétrole.

Tenant compte également d'une hypothèse d'entrées annuelles de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards de dirhams entre 2016 et 2018, le déficit du compte courant devrait se situer à des niveaux plus élevés que prévus en septembre à 2,8% du PIB en 2016, avant de revenir à 2,1% en 2017 et à 2,5% du PIB en 2018. Tenant compte également de la poursuite d'afflux importants d'IDE, les RIN devraient continuer à se renforcer graduellement, assurant la couverture de 6 mois et 21 jours d'importations de biens et services en 2016, de 7 mois en 2017 et de 7 mois et 12 jours en 2018.

Conjuguée à l'évolution des autres facteurs de liquidité, celle des RIN devrait se traduire par un déficit de la trésorerie bancaire à fin 2016. Ce déficit devrait toutefois s'atténuer progressivement sur l'horizon de prévision. Quant à l'orientation à moyen terme du crédit bancaire, sa prévision en 2016 a été revue à la hausse tenant compte des évolutions récentes. La prévision du crédit au secteur non financier devrait s'améliorer graduellement passant de 3,5% à fin 2016 à 4% à fin 2017 et à 4,5% à fin 2018.

Au niveau des finances publiques, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme. Le déficit budgétaire devrait ressortir à 3,5% du PIB en 2016 en ligne avec l'objectif de la LPL, après 4,4% du PIB en 2015, en réduction par rapport aux prévisions de septembre, au regard de l'exécution budgétaire au titre des dix premiers mois de l'année. En 2017, le déficit devrait s'alléger davantage à 3,1% du PIB et ce, tenant

compte aussi bien des projections macroéconomiques de BAM que du Projet de Loi de Finances 2017. Ce dernier fait ressortir, en effet, une programmation en hausse des recettes ordinaires par rapport à la loi de finances 2016 ainsi qu'une baisse des dépenses ordinaires, avec en particulier une maîtrise des dépenses de la masse salariale et une baisse aussi bien des charges de la compensation que celles en intérêt de la dette. Pour ce qui est de l'exercice 2018, et sous l'hypothèse d'une dynamique continue de mobilisation des recettes et d'une meilleure maîtrise des dépenses courantes, les prévisions tablent sur un déficit de 2,8% du PIB.

Au niveau des comptes nationaux, après un taux de 4,5% en 2015, la croissance devrait nettement décélérer à 1,2% en 2016, au lieu de 1,4% prévue en septembre. Cette évolution devrait résulter d'une baisse de 9,6% de la valeur ajoutée agricole et d'une hausse de 2,6% du PIB non agricole. Du côté de la demande, elle recouvre une baisse des exportations nettes, en lien avec l'expansion notable des importations des biens d'équipement, et une amélioration de la demande intérieure tirée par la bonne performance de l'investissement. A moyen terme, la croissance devrait reprendre pour se situer à 4,2% en 2017 et à 3,7% en 2018, recouvrant des hausses respectives de 10,5% et de 3,5% de la valeur ajoutée agricole et de 3,4% et de 3,7% du PIB non agricole. Parallèlement, la demande intérieure devrait s'améliorer progressivement, soutenue par une politique monétaire accommodante et le retour à une campagne agricole moyenne. Les exportations nettes devraient connaître une nette amélioration, après leur détérioration en 2016, bénéficiant de la dissipation de l'appréciation du taux de change effectif réel et de la relative amélioration de la demande étrangère.

Dans ce contexte, et tenant compte de la dissipation prévue de l'appréciation du taux de change effectif réel, de l'amélioration de la demande intérieure et de la hausse progressive des cours internationaux des produits énergétiques, l'inflation devrait rester modérée à moyen terme. En effet, après sa décélération prévue en 2016, l'inflation sous-jacente devrait retrouver son niveau modéré à 1,5% en 2017 et à 1,7% en 2018. Au total, après une stabilisation à 1,6% en 2016, prévision inchangée comparativement à septembre, l'inflation devrait rester modérée à 1,3% sur l'horizon de prévision, bien qu'en légère décélération, en liaison avec la dissipation prévue des effets des hausses, observées en 2016, des prix des produits alimentaires à prix volatils.

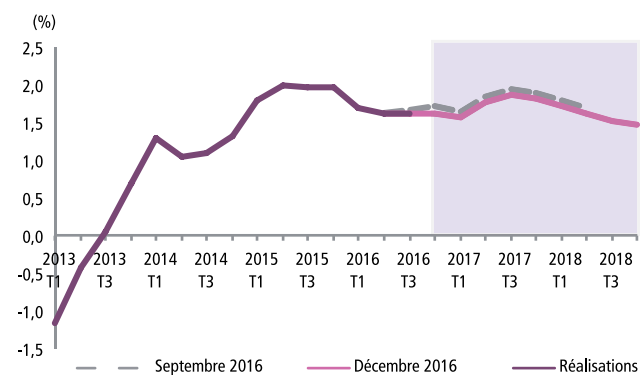
7.1 Hypothèses sous-jacentes

Lente reprise de l'activité économique mondiale tirée par celle des Etats-Unis et de la zone euro

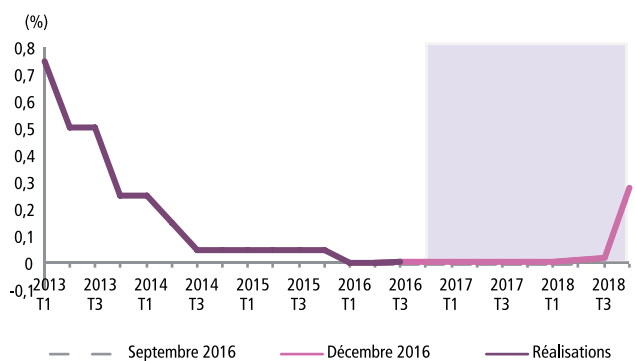
L'activité économique mondiale devrait connaître une reprise, bien qu'à un rythme toujours lent, favorisée par l'assouplissement des conditions monétaires des pays avancés et le niveau relativement bas des prix des matières premières. Elle devrait refléter en particulier une accélération de la croissance aux Etats-Unis, une consolidation dans la zone euro, ainsi que la sortie de la crise de certains pays émergents notamment le Brésil et la Russie. En revanche, la croissance en Chine devrait poursuivre son ralentissement, traduisant le rééquilibrage de l'économie. Aux Etats-Unis, malgré le ralentissement prévu de la croissance à 1,6% en 2016, pénalisée par l'appréciation du dollar et l'affaiblissement de l'investissement, l'activité économique devrait reprendre en 2017 avec une croissance de 2,2% avant de se consolider de 2,5% en 2018 et ce, tenant compte des anticipations d'une politique budgétaire plus expansionniste. Cette progression semble, en effet, se confirmer au niveau des dernières données relatives à la croissance et l'emploi qui ressortent en amélioration. Dans la zone euro, la croissance devrait être supportée à moyen terme aussi bien par les conditions monétaires assouplies que par l'impulsion budgétaire. Après un ralentissement prévu en 2016 à 1,6%, la croissance devrait progresser modérément pour s'établir à 1,8% en 2017 avant de revenir à 1,6% en 2018, tenant compte de l'effet du Brexit.

Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc devrait continuer à progresser à un rythme modéré.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE

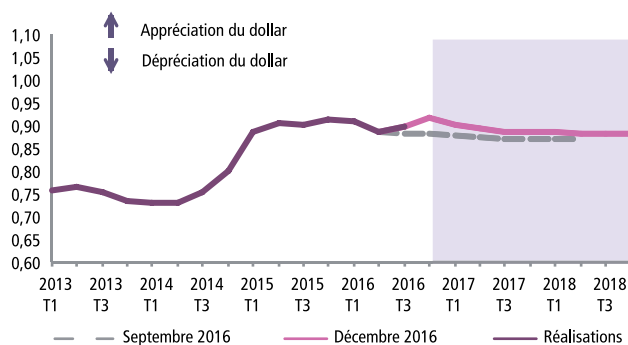


Sources: Prévisions GPM¹ de décembre 2016, BCE.

Maintien du dollar à un niveau apprécié et normalisation de la politique monétaire de la FED

Sur le plan des conditions monétaires, le scénario de base ne suppose aucun changement au niveau des orientations des politiques monétaires de la Fed et de la BCE comparativement à l'exercice de septembre. En effet, comme prévu en septembre, la FED a augmenté le 14 décembre la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à 0,5%-0,75% et devrait poursuivre une normalisation graduelle de sa politique monétaire. Pour ce qui est de la BCE, en plus du maintien de son taux directeur à 0% jusqu'au quatrième trimestre 2018, elle devrait poursuivre son programme d'achats d'actifs jusqu'à fin décembre 2017 et pourrait le prolonger au-delà si nécessaire, avec un montant mensuel qui devrait baisser de 80 milliards d'euros à 60 milliards à partir d'avril 2017. Dans ces conditions, la parité Euro/Dollar ressort stable sur l'horizon de prévision.

¹ Le Global Projection Model est un modèle de l'économie mondiale développé par le FMI et le Centre pour la Recherche économiques et ses applications au profit d'un réseau de banques centrales et d'institutions internationales.

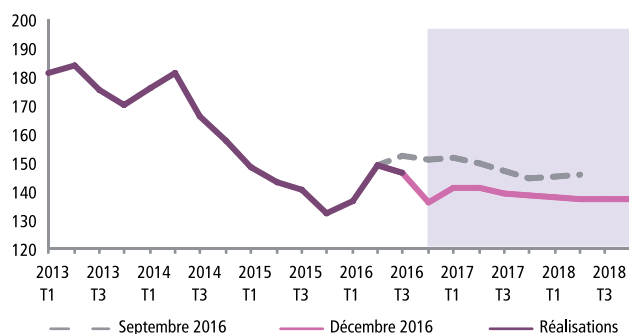
Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD

Source: Prévisions GPM de décembre 2016.

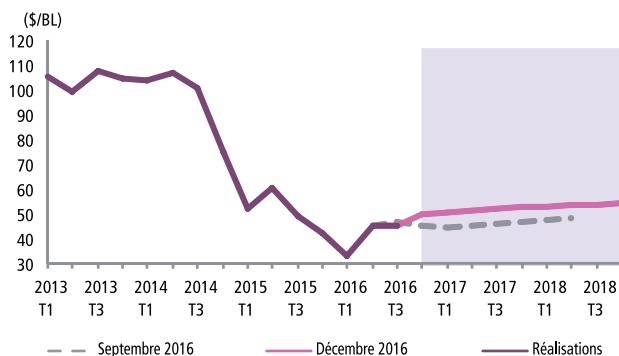
Niveau relativement bas des prix des matières premières avec une révision à la hausse des cours de l'énergie

Dans un contexte de lente reprise de l'activité économique mondiale et du ralentissement de la croissance en Chine, les prix des matières premières devraient continuer à évoluer à un niveau bas avec une révision à la hausse des prévisions des prix des produits énergétiques, en lien notamment avec la concrétisation de l'accord des pays producteurs du pétrole sur une réduction de leur production. Le prix moyen du pétrole devrait ainsi s'établir à 43,1\$/bl en 2016, contre 42,4\$/bl retenu en septembre, puis augmenter progressivement à 51,6\$/bl en 2017, contre 45,4\$/bl prévu précédemment, avant de passer à 53,5\$/bl en 2018. Concernant les cours des matières premières alimentaires, ils devraient rester à un niveau bas sur l'horizon, en légère révision à la baisse tenant compte des baisses observées au troisième trimestre 2016. Quant aux phosphates, les prévisions d'octobre de la Banque Mondiale tablent sur une poursuite de l'évolution de leurs prix à des niveaux bas et en baisse comparativement aux prévisions de juillet, en lien notamment avec le surplus des capacités de production et le niveau bas des prix internationaux des produits alimentaires.

Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro² devrait rester faible en 2016 pour se situer à 0,2% puis augmenter sensiblement à 1,5% en 2017 et se stabiliser à l'horizon de 2018 à un niveau proche de l'objectif de la BCE.

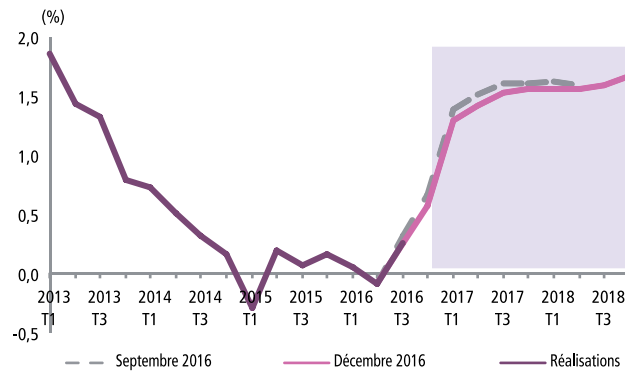
Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires

Source: Prévisions GPM de décembre 2016.

Graphique 7.5 : Prix du pétrole brut (FMI)

² Prévisions de décembre 2016 du réseau GPM. La BCE prévoit en décembre un taux de 0,2% pour 2016, de 1,3% pour 2017 et de 1,5% pour 2018 pour l'inflation globale. Sa composante hors énergie et produits alimentaires devrait passer 0,9% à 1,1% et à 1,4% respectivement.

Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Source: Prévisions GPM de décembre 2016.

Poursuite de l'allègement du déficit budgétaire

L'orientation globale de la politique budgétaire n'a pas connu de changements par rapport à l'exercice de prévision de septembre, elle demeure axée principalement sur la réduction du déficit budgétaire notamment à travers la maîtrise des dépenses ordinaires et l'amélioration des recettes fiscales. Les prévisions ont toutefois subi quelques modifications consécutivement à l'introduction de nouveaux éléments apportés par le Projet de loi de finances 2017 (PLF 2017). Pour l'exercice 2016, la prévision du déficit budgétaire a été révisée à la baisse de 0,3 point du PIB à 3,5% du PIB, résultat des révisions touchant aussi bien les recettes que les dépenses. Les recettes fiscales ont été revues légèrement à la baisse afin de refléter le rythme de réalisation à fin octobre 2016 de certains impôts. Quant aux dons en provenance des pays du CCG, l'hypothèse de 8 milliards de dirhams pour l'ensemble de l'année a été maintenue. De leur côté, les dépenses ordinaires ont été révisées incorporant un ajustement à la baisse des dépenses du personnel et de la charge de compensation, suite à de nouvelles données issues du PLF 2017.

En 2017, le déficit budgétaire a été légèrement ajusté à la baisse à 3,1% du PIB, et ce, suite à l'introduction de plusieurs éléments du PLF 2017 et tenant compte des ajustements apportés aux projections macroéconomiques de BAM. En effet, les recettes ordinaires ont été révisées à la hausse recouvrant une augmentation des recettes de la TVA et une baisse des recettes non fiscales due en particulier à la réduction de la rubrique «autres recettes non fiscales». En parallèle, les dépenses de fonctionnement et des charges en intérêts de la dette ont été ajustées à la baisse. De même, la charge de compensation a été réduite en liaison avec la révision des hypothèses relatives au prix du gaz butane et au taux de change.

En 2018, et sous l'hypothèse de la poursuite de la dynamique de mobilisation des recettes et d'une meilleure maîtrise des dépenses courantes, le déficit devrait ressortir à 2,8% du PIB. La poursuite de la consolidation budgétaire cadre avec l'objectif de réduction du déficit à près de 2% du PIB et de stabilisation de la dette directe du Trésor autour de 60% du PIB à l'horizon 2020.

Une production céréalière de 33,5 millions de quintaux et une bonne performance des autres cultures au titre de la campagne agricole 2015-2016

La production céréalière au titre de l'année agricole 2015-2016 est estimée, selon le ministère de l'Agriculture et de la pêche maritime, à 33,5 millions de quintaux, en baisse de 71% par rapport à l'année précédente et de 59% par rapport à la moyenne des 5 dernières années. Cette évolution reflète un déficit pluviométrique élevé, le plus important enregistré durant les 30 dernières années, avec une mauvaise répartition temporelle et spatiale. Concernant les autres cultures, elles devraient marquer une bonne performance particulièrement pour l'arboriculture fruitière et les cultures maraîchères, favorisées par les précipitations survenues en février et mars 2016.

Pour les années agricoles 2016-2017 et 2017-2018, le scénario central suppose une campagne agricole moyenne avec des productions céréalières égales de 70 millions de quintaux et une poursuite de la tendance haussière des autres cultures. Pour 2017 en particulier, la campagne agricole démarre, selon le ministère de l'Agriculture, dans des conditions favorables avec un cumul pluviométrique moyen national au 5 décembre 2016 en hausse de 107% comparativement à la même période une année auparavant et de 22% par rapport à une année normale. Toutefois, étant donné qu'à ce stade de l'année la situation peut changer de manière significative, le maintien d'une hypothèse d'une campagne agricole moyenne a été préconisé.

7.2 Projections macroéconomiques

Creusement du déficit du compte courant en 2016 et allègement progressif à moyen terme

En 2016, le déficit du compte courant a été revu à la hausse à 2,8% du PIB, au lieu de 1,9% prévu en septembre, tenant compte des réalisations sur les dix premiers mois de l'année. Les importations des biens d'équipement devraient enregistrer une hausse plus sensible que prévue en septembre et la baisse des exportations des phosphates devrait être d'une ampleur plus importante, en raison principalement de l'accentuation de la baisse des prix.

A moyen terme, le déficit du compte courant devrait se redresser mais resterait plus élevé que celui prévu en septembre pour atteindre 2,1% du PIB en 2017 et 2,5% du PIB en 2018. La hausse des importations devrait se poursuivre, en relation avec la reprise de la croissance et l'augmentation graduelle des prix du pétrole. L'accroissement des acquisitions des biens d'équipement devrait continuer mais à des rythmes moindres qu'en 2016 et la facture énergétique devrait s'inscrire en hausse après les baisses enregistrées en 2015 et 2016. En parallèle, le rythme des exportations devrait s'accélérer, résultat notamment de la reprise des ventes des phosphates et dérivés suite à la dissipation de l'effet de la baisse des prix en 2016 et à la poursuite de la dynamique de la construction automobile. Cette trajectoire du compte courant suppose une entrée annuelle de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards entre 2016 et 2018.

Tenant compte également d'entrées d'IDE à hauteur de 3,4% du PIB en 2016 et de 3,7% et 3,5% en 2017 et 2018 respectivement, les prévisions des réserves internationales nettes ont été revues à la baisse à 6 mois et 21 jours d'importations de biens et services en 2016. Elles devraient se renforcer graduellement pour assurer la couverture de 7 mois et 12 jours à l'horizon de décembre 2018.

Tableau 7.1 : Prévisions des composantes de la balance des paiements

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

* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires globalement accommodantes et légère amélioration du crédit bancaire

Les conditions monétaires ressortent globalement accommodantes sur l'horizon de prévision. Ainsi, le taux d'intérêt réel devrait connaître une baisse significative en 2016 consécutivement à la baisse du taux directeur en mars 2016 et la poursuite du rythme modéré de l'inflation. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier en 2016, résultat d'une appréciation du dirham face à certaines monnaies des pays partenaires et concurrents, particulièrement le yuan chinois, la livre sterling ainsi que la lire turque. Cette appréciation devrait s'estomper en 2017 et 2018, en liaison avec, d'une part, une moindre appréciation du taux de change effectif nominal et, d'autre part, l'accélération de l'inflation des pays partenaires et concurrents.

Tenant compte de la révision à la baisse des prévisions relatives aux réserves de change et de l'évolution prévue des autres facteurs de liquidité, la situation de trésorerie bancaire devrait ressortir déficitaire à 18,8 milliards de dirham à fin 2016 et s'atténuer progressivement pour se limiter à 1,7 milliard à fin 2018. Les données à fin octobre 2016 indiquent une poursuite de l'amélioration du crédit au secteur non financier, avec une accélération du crédit destiné aux entreprises notamment les prêts à l'équipement. Tenant compte de cette amélioration et de l'évolution prévue à partir de 2017 de l'activité non agricole, le taux de progression du crédit bancaire destiné au secteur non financier devrait s'établir à 3,5% à fin 2016 et devrait s'accélérer par la suite pour avoisiner 4% en 2017 et 4,5% en 2018.

Tableau 7.2 : Prévisions de la croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire

	Réalizations				Prévisions			Ecart (décembre/ septembre)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	5,8	1,7	3,8	0,5	3,5	4,0	4,5	0,5	0,0
M3 (variation en %)	4,5	3,1	6,2	5,7	4,7	5,2	5,4	-0,3	-0,4
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-64,5	-68,4	-40,6	-16,5	-18,8	-7,1	-1,7	-5,5	-9,5

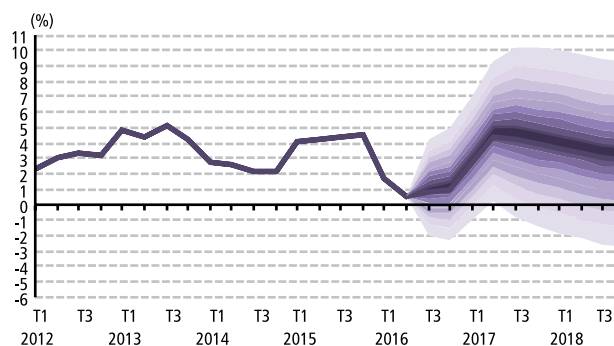
Source : BAM.

Consolidation de la croissance en 2017 et 2018 après le ralentissement prévu en 2016

Après s'être établie à 4,5% en 2015, la croissance nationale devrait nettement décélérer en 2016. Elle devrait s'établir à 1,2% au lieu de 1,4% prévue en septembre. Cette évolution devrait résulter d'une baisse de 9,6% de la valeur ajoutée agricole et d'un ralentissement de la croissance non agricole de 3,5% à 2,6%. Du côté de la demande, cette décélération reflète une baisse des exportations nettes après une contribution positive en 2015. En effet, le rebond prévu des importations de biens et services, en liaison avec l'expansion de celles des biens d'équipement, devrait plus que compenser la poursuite du rythme soutenu des exportations de biens et services. En revanche, la contribution de la demande intérieure devrait progresser sous l'effet de la hausse de l'investissement, comme le laisse indiquer en particulier la hausse remarquable des importations des biens d'équipement et la poursuite de l'amélioration des crédits à l'équipement observée à fin octobre 2016. Pour sa part, la consommation des ménages devrait rester atone, pâtissant de la dégradation du marché du travail, de l'affaiblissement des activités non agricoles ainsi que du recul des revenus agricoles. Sa progression devrait ressortir légèrement supérieure à celle observée en 2015, en ligne avec, d'une part, l'accélération du rythme d'accroissement des recettes MRE et des importations des produits finis de consommation et, d'autre part, le maintien d'une croissance soutenue des crédits à la consommation. La croissance de la consommation des administrations publiques devrait, pour sa part, se replier en liaison avec la poursuite d'un rythme faible de la progression des dépenses de fonctionnement.

A moyen terme, la croissance devrait se consolider pour se situer à 4,2% en 2017 et à 3,7% en 2018. Cette tendance devrait refléter des hausses respectives de 10,5% et de 3,5% de la valeur ajoutée agricole et de 3,4% et 3,7% du PIB non agricole. Parallèlement, l'amélioration progressive de la demande intérieure devrait être soutenue par la politique monétaire accommodante et le retour à une campagne agricole moyenne. En particulier, la consommation finale des ménages devrait se raffermir profitant de l'amélioration des revenus agricoles et de la progression soutenue des transferts des MRE et ce, en dépit d'un léger effet négatif émanant de l'augmentation des cotisations salariales dans le cadre de la réforme du régime des retraites de la CMR. De même, la consommation des administrations publiques devrait s'améliorer, dans un contexte de maîtrise des dépenses du personnel. L'investissement devrait, pour sa part, maintenir son élan, bénéficiant de la bonne performance anticipée de l'investissement public et du lancement de grands projets. Par ailleurs, les exportations nettes devraient connaître une nette amélioration après leur dégradation prévue en 2016. En effet, elles devraient bénéficier de la dissipation de l'appréciation du taux de change effectif réel et de la relative amélioration de la demande étrangère. La trajectoire de croissance des importations, étroitement liée à l'évolution des autres composantes de la demande, devrait refléter l'amélioration de la demande intérieure et le retour prévu à un niveau relativement soutenu des importations des biens d'équipement en 2018, en lien avec les travaux de construction de l'usine Peugeot.

Graphique 7.7 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T13 2016 - T4 2018), en glissement annuel*



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

Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Tableau 7.3 : Croissance du PIB et de ses composantes (en %)

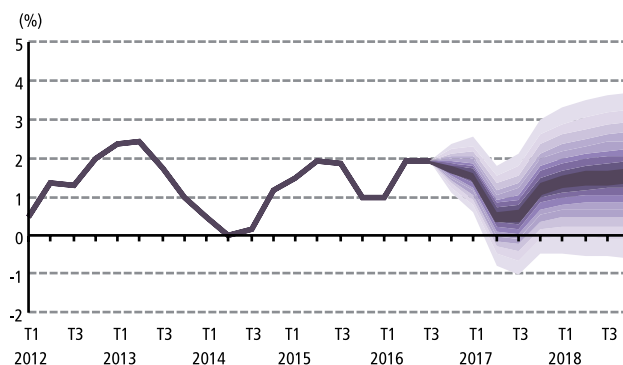
	Réalizations				Prévisions			Écarts (décembre/ septembre)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017
Croissance nationale	3,0	4,5	2,6	4,5	1,2	4,2	3,7	-0,2	0,2
VA agricole	-9,1	17,2	-2,2	12,8	-9,6	10,5	3,5	-0,6	0,5
PIB non agricole	4,7	2,9	3,2	3,5	2,6	3,4	3,7	-0,2	0,2

Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Au total, l'activité économique devrait globalement évoluer en dessous de son potentiel en 2016, ne suggérant pas de pressions inflationnistes. A moyen terme, ce cycle négatif devrait se dissiper progressivement, suite notamment à l'amélioration de la demande intérieure, favorisée par l'assouplissement des conditions monétaires et le retour à une campagne agricole moyenne, ainsi que la relative amélioration de la demande étrangère.

L'inflation sous-jacente devrait s'établir à un niveau faible en 2016 et progresser modérément à moyen terme

En l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande intérieure et étant donné l'appréciation du taux de change effectif réel, l'inflation sous-jacente devrait s'établir à un niveau bas en 2016, soit 0,8% après 1,3% en 2015. Pour sa part, l'inflation globale devrait stagner à un niveau modéré de 1,6%, tirée essentiellement par la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Ces derniers, ayant connu des hausses répétées aux deuxième et troisième trimestres suite à des chocs d'offre, devraient augmenter de 7,5% après 4,3% une année auparavant.

Graphique 7.8 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2016 - T4 2018)*

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

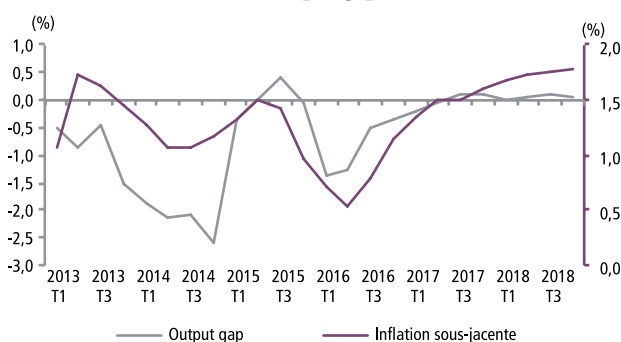
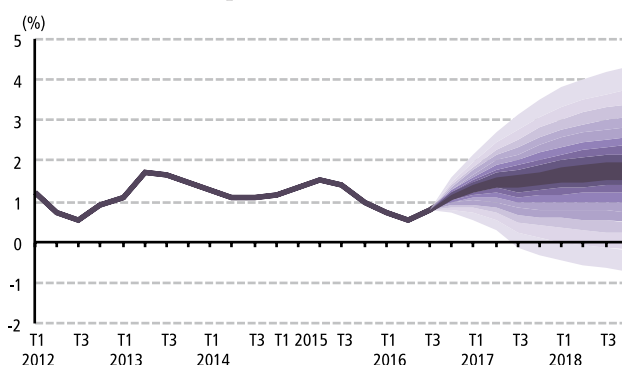
Sources: Données du HCP, calcul et prévisions BAM.

Tableau 7.4 : Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente

	Réalizations		Prévisions				Ecart (décembre/septembre)	
	2015	Moyenne Janv.-oct. 2016	2016	2017	2018	Horizon de 8 trimestres	2016	2017
Inflation	1,6	1,6	1,6	1,0	1,5	1,3	0,0	-0,2
Inflation sous-jacente	1,3	0,7	0,8	1,5	1,7	1,5	-0,1	-0,1

Sources: Données du HCP, calcul et prévisions BAM.

A moyen terme, la dissipation prévue de l'appréciation du TCER, l'amélioration de la demande intérieure et la hausse des cours internationaux des produits énergétiques devraient se traduire par une hausse relative de l'inflation sous-jacente à 1,5% en 2017 et à 1,7% en 2018. Pour sa part, l'inflation devrait décélérer à 1% en 2017, en liaison avec la dissipation prévue des effets à la hausse des chocs sur les prix des produits alimentaires à prix volatils, avant de s'accélérer à 1,5% en 2018. Sur l'horizon de prévision, soit entre le quatrième trimestre 2016 et le troisième trimestre 2018, elle devrait rester modérée à 1,3% en moyenne.

Graphique 7.9 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap**Graphique 7.10 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2016 - T4 2018)***

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

Sources: HCP, calcul et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

Plusieurs risques entourent le scénario central de prévision qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter la projection centrale. La balance des risques ressort à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation.

Pour ce qui est de la croissance, plusieurs risques entourent la reprise de l'activité économique mondiale et par conséquent la demande étrangère adressée au Maroc. Il s'agit notamment des tensions géopolitiques et des incertitudes politiques accrues, liées principalement à l'issue des élections au niveau de certains pays de la zone euro, notamment la France et l'Allemagne, et à l'éventuel changement de la politique commerciale des Etats-Unis. De plus, un report du dépôt de l'article 50, afin de rendre le Brexit effectif, pourrait retarder les négociations avec l'Union Européenne et accentuer les incertitudes à court terme. Par ailleurs, une accélération des hausses des prix du pétrole, suite à l'accord des pays producteurs de pétrole sur une baisse de production, pourrait constituer un frein à la reprise de l'activité économique des partenaires commerciaux du Maroc notamment la zone euro.

En revanche, en cas d'une production céréalière supérieure à 70 millions, la croissance pourrait s'accélérer davantage en 2017 comparativement à la prévision centrale. En outre, les effets escomptés du programme de rachat d'actifs de la BCE pourraient augmenter comparativement à ce qui est retenu dans le scénario central de prévision, et par conséquent, stimuler davantage la demande étrangère adressée au Maroc.

Du côté de l'inflation, une poursuite de la tendance haussière des prix internationaux du pétrole ou une inversion de la tendance baissière des prix mondiaux des produits alimentaires de base pourraient entraîner des révisions à la hausse de la prévision centrale. En revanche, le maintien d'un niveau faible de l'inflation dans la zone euro devrait exercer des pressions désinflationnistes.

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.....	18
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	19
Graphique 1.8	: Cours mondial du Brent en dollar	20

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 E 1.1.1	: Evolution du prix du Brent.....	21
Graphique 1.11	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1	: Évolution des exportations du secteur automobile janvier-octobre 2016.....	24
Graphique 2.2	: Evolution des transferts MRE	25
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	26
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	27
Graphique 3.3	: Evolution du coût de financement des banques	27
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	27
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel.....	28
Graphique 3.6	: Ecart monétaire	28
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire	28
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande	30
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	30
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	30
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels troisième trimestre 2016	31
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	32
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	32
Graphique 3.17	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM.....	33
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	35
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	36
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	36
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement cumulées de janvier à octobre de 2001 à 2016.....	36
Graphique 4.5	: Soldes budgétaires cumulés de janvier à octobre de 2010 à 2016 et LF 2016	37
Graphique 4.6	: Soldes budgétaires et financements cumulés de janvier à octobre de 2010 à 2016	38
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	38
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	40
Graphique 5.2	: Evolution en glissement annuel du PIB	40
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	41
Graphique 5.4	: Evolution des créations d'emplois par secteur	42
Graphique 5.5	: Evolution du taux de chômage	42
Graphique 5.6	: Evolution du taux de chômage et du taux de sous-emploi	43
Graphique 5.7	: Evolution de la productivité apparente de travail, de la valeur ajoutée et de l'emploi non agricoles	43
Graphique 5.8	: Evolution de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé	43
Graphique 5.9	: Evolution du SMIG horaire en termes nominaux et réels	44
Graphique 5.10	: Evolution de l'output-gap non agricole	44
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente	45
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	46
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	47
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	47
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	47
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation des trois prochains mois par les chefs des entreprises	48
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	48
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation anticipée par les experts du secteur financier	48

Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import	48
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire	49
Graphique 6.12	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	49
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro	52
Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE.....	52
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	53
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires.....	53
Graphique 7.5	: Prix du pétrole brut	53
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	54
Graphique 7.7	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T13 2016 - T4 2018)	58
Graphique 7.8	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2016 - T4 2018)	59
Graphique 7.9	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	59
Graphique 7.10	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2016 - T4 2018).....	59

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	22
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	23
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	23
Tableau 2.3	: Évolution des importations	24
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits à l'import	24
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services	25
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	26
Tableau 3.2	: Taux débiteurs.....	27
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	27
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	34
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques.....	35
Tableau 4.3	: Financements des déficits	37
Tableau 4.4	: Perspectives d'endettement du Trésor	38
Tableau 5.1	: Evolution des principaux indicateurs du marché de travail	44
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	45
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX.....	47
Tableau 7.1	: Prévisions des composantes de la balance des paiements.....	56
Tableau 7.2	: Prévisions de la croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire.....	56
Tableau 7.3	: Croissance du PIB et de ses composantes	58
Tableau 7.4	: Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente.....	59

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1	: Evolution du prix du pétrole.....	21
-------------	-------------------------------------	----