



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 42 /2017

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 21 MARS 2017

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	21
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	36
5. Demande, offre et marché du travail	40
5.1 Demande intérieure	40
5.2 Demande extérieure	41
5.3 Offre globale	41
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	48
6.4. Prix à l'importation et à la production	49
7. Perspectives à moyen terme	51
Synthèse	51
7.1 Hypothèses sous-jacentes	53
7.2 Projections macroéconomiques	56
7.3 Balance des risques	61
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	62
LISTE DES GRAPHIQUES	63
LISTE DES TABLEAUX	65
LISTE DES ENCADRES	65

بنك المغرب
بنك المغرب خير

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib :

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Commissaire du Gouvernement

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

M. Abdellatif BELMADANI

M. Mohammed BENAMOUR

Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN

M. Bassim JAI-HOKIMI

M. Mustapha MOUSSAOUI

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب


COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 21 Mars 2017

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa première réunion trimestrielle de l'année 2017, le mardi 21 mars.
2. Tenant compte de la prévision de l'inflation et des évolutions récentes ainsi que des projections à moyen terme des conditions macro-économiques, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur continue d'assurer des conditions monétaires adéquates et a décidé ainsi de le maintenir inchangé à 2,25%.
3. Le Conseil a noté que l'inflation s'est stabilisée à 1,6% en 2016, en ligne avec les prévisions de Bank Al-Maghrib. En janvier 2017, elle s'est établie à 2,1%, avec notamment une augmentation de 19,4% des prix des carburants et lubrifiants, ainsi qu'une accélération de l'inflation sous-jacente à 1,2%. A moyen terme, l'inflation devrait toutefois rester modérée. Elle reviendrait à 1,1% en moyenne en 2017, avec la dissipation de l'impact des chocs sur les prix des produits alimentaires à prix volatils, avant d'augmenter à 1,7% en 2018. Sa composante sous-jacente devrait s'inscrire dans une tendance haussière, passant à 1,5% en 2017 et à 1,9% en 2018, sous l'effet de l'amélioration de la demande domestique et de la hausse de l'inflation importée.
4. Au plan international, après la décélération qu'elle a connue en 2016, la croissance mondiale devrait reprendre, tirée par la reprise dans les économies avancées. Ces perspectives sont entourées toutefois de plusieurs incertitudes liées notamment à l'orientation de la politique de la nouvelle administration américaine et aux élections dans certains pays de la zone euro. Aux Etats-Unis, le rythme de l'activité devrait s'accroître de 1,6% en 2016 à 2,3% en 2017 et se consolider à 2,4% en 2018. Dans la zone euro, il s'accroîtrait de 1,7% à 1,9% avant de revenir à 1,6%, avec l'approche de la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union européenne. Au niveau des principaux pays émergents, le ralentissement se poursuivrait en Chine, alors que le Brésil et la Russie devraient connaître une progression de leur PIB après deux années de contraction. Sur les marchés du travail, la situation continue de s'améliorer dans les principaux pays avancés, notamment aux Etats-Unis où le taux de chômage a baissé à 4,8% en 2016 et devrait se stabiliser à ce niveau à moyen terme. Dans la zone euro, ce taux poursuit son recul progressif. Il diminuerait de 10% en 2016 à 9,8% en 2017 et se maintiendrait à ce niveau en 2018 avec toutefois des situations différenciées par pays.
5. Sur les marchés des matières premières, après l'important repli enregistré en 2015, les cours du pétrole ont de nouveau reculé en 2016 pour s'établir à 42,8\$/baril en moyenne. Après l'accord sur la réduction de la production en novembre, les prix ont connu un rebond à près de 55\$/baril et devraient rester proche de ce niveau à moyen terme. Pour les phosphates et dérivés, les cours ont accusé de fortes baisses en 2016, sous l'effet notamment du repli de la demande, s'établissant à 112\$/tm en moyenne pour le brut et à 345\$/tm pour le DAP. A moyen terme, ils devraient se maintenir proches de ces niveaux.

6. Dans ces conditions, l'inflation devrait augmenter sensiblement dans les économies avancées. Dans la zone euro, elle s'établirait à 1,6% en 2017 et à 1,7% en 2018. Aux Etats-Unis, elle atteindrait 2,7% en 2017 et resterait légèrement au-dessus de la cible de la Réserve fédérale en 2018.
7. Au plan des décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu, lors de sa réunion du 9 mars, son taux directeur inchangé à 0%, tout en rappelant que 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'achat d'actifs. Ce dernier sera poursuivi jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire. Pour sa part, la FED a décidé lors de sa réunion du 15 mars de relever la fourchette cible des taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [0,75% ; 1%]. Elle a indiqué de nouveau que le timing et l'ampleur des futurs ajustements de cette fourchette dépendront de son évaluation des conditions économiques en rapport avec son double objectif, et que son Comité s'attend à ce que ces conditions évoluent d'une manière qui ne justifie qu'une hausse graduelle des taux. En ce qui concerne la Banque d'Angleterre, elle a maintenu, lors de sa réunion du 16 mars, son taux directeur inchangé à 0,25% et a rappelé qu'elle poursuivra ses programmes d'achat d'obligations du Gouvernement et d'entreprises non financières britanniques.
8. Au niveau national, après un taux de 4,5% en 2015, la croissance se serait limitée à 1,1% en 2016, reflétant une contraction de 10,1% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 2,5% du PIB non agricole. Sur le marché du travail, l'année a été marquée par une perte nette de 37 mille emplois et une baisse sensible du taux d'activité, se traduisant ainsi par un recul du taux de chômage de 9,7% à 9,4%. A moyen terme, l'activité devrait reprendre, favorisée par des conditions climatiques meilleures et une amélioration de la demande étrangère. Ainsi, pour 2017, les prévisions de Bank Al-Maghrib, basées sur les données climatiques arrêtées au 20 février, tablent sur un rebond de la production céréalière à 78 millions de quintaux et un accroissement de la valeur ajoutée agricole de 11,5%. Le PIB non agricole devrait progresser de 3,4% et la croissance globale ressortirait ainsi à 4,3%. En 2018, sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne, la croissance agricole reviendrait à 2,5%, tandis que le PIB non agricole s'améliorerait de 3,9%, la croissance globale devant ainsi revenir à 3,8%.
9. Au plan des comptes extérieurs, malgré la baisse de la facture énergétique, le déficit commercial s'est aggravé de 18,2% en 2016, sous l'effet essentiellement d'une forte augmentation des acquisitions des biens d'équipement et d'une diminution des ventes de phosphates. Tenant compte d'une progression de 3,4% des recettes voyages et des transferts des MRE, ainsi que des entrées en dons du CCG de 7,2 milliards de dirhams, le déficit du compte courant se serait creusé de 2,2% du PIB à 4,2% du PIB. A moyen terme, sous l'hypothèse d'un prix moyen du pétrole de 54,6 \$/baril en 2017 et de 55,3\$/baril en 2018, et d'entrées en dons des partenaires du CCG de 8 milliards de dirhams annuellement, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 3,3% du PIB en 2017 et à 3,5% du PIB en 2018. Dans ces conditions, et sur la base de la poursuite de l'afflux d'IDE à un niveau comparable aux années précédentes, les réserves internationales nettes devraient continuer à se renforcer, mais à un rythme moins soutenu que prévu en décembre. Elles devraient assurer la couverture de 6 mois et 17 jours d'importations à fin 2017 et 6 mois et 20 jours au terme de 2018.

- 
10. Concernant les conditions monétaires, elles ont connu un léger resserrement en 2016, lié principalement à l'appréciation du taux de change effectif réel. Celle-ci devrait s'atténuer à moyen terme, résultat d'une moindre augmentation du taux de change effectif nominal et d'une inflation moins élevée au Maroc comparativement aux pays partenaires et concurrents. Pour ce qui est des taux d'intérêt, ils ont marqué une nouvelle diminution sur les différents marchés. En particulier, les taux débiteurs ont accusé un recul de 41 points de base sur les trois premiers trimestres de l'année avant de marquer un léger ajustement à la hausse de 9 points de pourcentage au quatrième trimestre à 5,17%. Dans ces conditions, le rythme du crédit bancaire au secteur non financier s'est accéléré de 0,3% en 2015 à 3,9% en 2016, traduisant en grande partie l'amélioration de celui des crédits aux entreprises. Tenant compte de ces évolutions et de la reprise prévue des activités non agricoles, la prévision du crédit au secteur non financier a été revue à la hausse à 4,5% en 2017 et à 5% en 2018.
11. S'agissant des finances publiques, l'exercice budgétaire de 2016 s'est soldé par un déficit, hors privatisation, de 42,1 milliards ou 4,2% du PIB, en dépassement de 5,5 milliards ou 0,7% du PIB par rapport à la cible de la loi de finances. Cette évolution résulte principalement de l'accélération des dépenses d'investissement, de remboursements relativement importants des crédits de la TVA et de la faible réalisation des recettes en dons du CCG. A moyen terme, et tenant compte de ces données et des perspectives de croissance, l'ajustement budgétaire devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, se poursuivre mais à un rythme plus lent que prévu en décembre. Le déficit budgétaire devrait ressortir à 3,7% du PIB en 2017 et s'alléger à 3,4% du PIB en 2018.

APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par la montée des incertitudes liées notamment à l'orientation de la politique économique et financière américaine et aux élections dans certains pays partenaires de la zone euro, l'activité dans les pays avancés s'est globalement consolidée au quatrième trimestre 2016. Aux Etats-Unis, la croissance s'est accélérée de 1,7% à 1,9%, soutenue par la consommation des ménages et l'investissement, qui ont plus que contrebalancé le ralentissement des dépenses publiques et des exportations. De même au Japon, l'activité s'est très nettement raffermie, le PIB ayant augmenté de 1,6% contre 1,1% au troisième trimestre, sous l'effet notamment d'une nette accélération de la consommation des ménages. Dans la zone euro, l'activité a légèrement ralenti de 1,8% à 1,7%, et au Royaume-Uni s'est stabilisée à 2%.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a marqué sa première hausse en Chine depuis le quatrième trimestre de 2014, s'établissant à 6,8% après 6,7% un trimestre auparavant. En revanche, en Inde, elle a enregistré une légère décélération à 6,6% contre 6,7% un trimestre auparavant. La récession s'est poursuivie au Brésil et en Russie, avec toutefois une relative atténuation de la contraction du PIB respectivement à -2,5% au quatrième trimestre contre -2,9% le trimestre précédent, et à -0,4% au titre du troisième trimestre après -0,6% au deuxième trimestre.

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage a légèrement baissé aux Etats-Unis de 4,8% à 4,7% en février, avec une création de 235.000 postes d'emploi. Dans la zone euro, le chômage s'est stabilisé à 9,6% en janvier, avec des taux de 3,8% en Allemagne, de 10% en France, de 18,2% en Espagne, et de 11,9% en Italie.

Concernant les conditions financières, les données du mois de février indiquent des contreperformances mensuelles de 0,7% pour l'EUROSTOXX50 et de 0,3% pour le NIKKEI 225. En revanche, le Dow Jones et le FTSE 100 ont marqué des hausses de 1,8% et de 0,2% respectivement. Pour sa part, l'indice MSCI des pays émergents s'est accru de 3,9%, traduisant notamment des hausses des indices de la Turquie, de l'Inde et de la Chine. Sur les marchés de la dette souveraine, les taux de rendement à 10 ans ont affiché des hausses pour la France, l'Espagne, l'Italie et la Grèce, tandis que ceux de l'Allemagne et des Etats-Unis ont stagné d'une année à l'autre. En ce qui concerne les taux de change, l'euro est resté inchangé à 1,1 dollar entre janvier et février, alors qu'il s'est déprécié de 0,7% par rapport à la livre sterling et de 1,1% contre le yen japonais. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le real brésilien et la roupie indienne se sont appréciés de 2,8% et de 1,5% respectivement par rapport au dollar, alors que le yuan chinois et la lire turque ont stagné à des taux respectifs de 6,9 et 3,7 pour un dollar. S'agissant du crédit bancaire, il a ralenti aux Etats-Unis de 6,6% en glissement annuel en décembre à 5,9% en janvier et a stagné dans la zone euro à 2,2%.

Sur les marchés des matières premières, le prix du Brent a atteint 56,1 \$/baril en moyenne en février, en hausse de 66,1% en glissement annuel, suite à la mise en œuvre de l'accord de réduction de la production du pétrole. Pour ce qui est des produits hors énergie, l'indice Dow Jones-UBS a enregistré une hausse de 16,1% en glissement annuel. En particulier, pour les phosphates et dérivés, les cours ont accusé des baisses de 24,1% pour le Chlorure de Potassium à 214 dollars la tonne, de 17,9% pour le TSP à 270 dollars la tonne et de 14,8% pour le phosphate

brut à 98 dollars la tonne, tandis que pour l'urée et le DAP, les prix ont connu des accroissements respectifs de 18,2% à 247 dollars la tonne et de 1,4% à 360 dollars la tonne. Quant au blé dur, quoiqu'en accroissement de 1,3% d'un mois à l'autre, il ressort en baisse de 17% en glissement annuel.

Dans ces conditions, l'inflation a poursuivi sa hausse atteignant 2% en février dans la zone euro après 1,8% un mois auparavant et s'est située à 2,5% aux Etats-Unis en janvier après 2,1% en décembre.

En termes de décisions de politique monétaire, la BCE a décidé lors de sa réunion du 9 mars de maintenir inchangé son taux directeur à 0%, tout en indiquant que 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 les achats nets d'actifs. Ces derniers devraient se poursuivre au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros puis de 60 milliards d'euros par mois à partir d'avril 2017 et ce, jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà si nécessaire. Pour sa part, la FED a décidé lors de sa réunion du 15 mars de relever la fourchette cible des taux des fonds fédéraux d'un quart de point de pourcentage à [0,75%-1%] en indiquant que l'orientation de la politique monétaire reste accommodante, soutenant la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail et un retour de l'inflation à 2%. Elle a également rappelé que le timing et l'ampleur des futurs ajustements de cette fourchette dépendront de son évaluation des conditions économiques effectives et attendues et a réitéré que son Comité s'attend à ce que ces conditions évoluent d'une manière qui ne justifie que des hausses graduelles du taux de sa fourchette cible.

Au plan national, le rythme de progression des exportations a ralenti à 2,5% en 2016 après une hausse de 8,6% en 2015, impacté notamment par la contraction de celles des phosphates et dérivés, sous l'effet d'une importante baisse des prix. En revanche, les ventes de la construction automobile ont maintenu leur dynamique avec une progression de 21%. En regard, les importations ont augmenté de 9,5%, traduisant l'accroissement sensible des achats de biens d'équipement et dans une moindre mesure de ceux de biens de consommation et de produits alimentaires. Le solde commercial s'est ainsi creusé de 29,8 milliards, ramenant le taux de couverture de 58,6% à 54,8%. Pour les autres principales rubriques du compte courant, les transferts des MRE et les recettes de voyages ont affiché des hausses de même ampleur, soit 3,4%, et les dons en provenance des partenaires du CCG ont atteint 7,2 milliards contre 3,7 milliards un an auparavant. Le déficit du compte courant se serait ainsi creusé de 2,8% du PIB en 2015 à 4,2% du PIB. Tenant compte également des principales opérations financières, notamment des entrées d'IDE de 33,1 milliards de dirhams, les réserves de change se sont renforcées de 21,1% à 251,9 milliards à fin décembre, soit l'équivalent de 6 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

Dans ces conditions, le besoin de liquidité des banques s'est amélioré davantage, revenant à 16,8 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au quatrième trimestre. BAM a ainsi ajusté ses injections permettant d'aligner le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire sur le taux directeur. Sur les marchés de la dette souveraine et privée, les taux n'ont pas connu de variations significatives au quatrième trimestre. Quant aux taux débiteurs, ils ont marqué une légère hausse de 5,08% à 5,17% en moyenne, recouvrant des baisses de 52 points de base pour les prêts à l'équipement et de 19 points pour les crédits immobiliers, une stagnation pour ceux destinés à la consommation et une hausse de 26 points de base pour les facilités de trésorerie. Dans ce contexte, le crédit au secteur non financier a poursuivi sa légère amélioration entamée depuis début 2016, avec notamment une accélération des prêts aux entreprises. Tenant compte d'une baisse des créances sur l'Administration Centrale, l'agrégat M3 a enregistré une hausse de 5,1% à fin décembre.

Sur le volet des finances publiques, le déficit hors privatisation s'est établi à 42,1 milliards ou 4,2% du PIB, en dépassement de 5,5 milliards par rapport à la programmation de la loi de finances. Cette évolution traduit en grande partie l'accélération des dépenses d'investissement, la réalisation de recettes en dons inférieures à la prévision de la loi de finances, et les moins-values constatées, particulièrement au niveau des recettes de la TVA à l'intérieur. Pour ce qui est de l'exécution budgétaire relative au premier mois de l'exercice 2017, effectuée sur la base du décret portant ouverture des crédits nécessaires à la marche des services publics et du décret relatif à la perception de certaines recettes publiés le 31 décembre 2016, elle s'est soldée par un excédent de 448 millions, au lieu de 116 millions en janvier 2016. Tenant compte également d'une réduction de 6,7 milliards des arriérés de paiements du Trésor par rapport à fin décembre, le besoin de financement s'est établi à 6,2 milliards, contre 1,2 milliard à la même période de 2016. Il a été financé par un recours au marché local pour un montant de 6,7 milliards, les flux nets extérieurs ayant été négatifs. Ainsi, la dette publique directe aurait augmenté de 1,1% par rapport à son niveau de décembre 2016.

Concernant les comptes nationaux, l'activité économique aurait fortement ralenti en 2016 avec un taux de croissance de 1,1% après 4,5% en 2015, résultat d'une contraction de 10,1% de la valeur ajoutée agricole et d'une hausse limitée de 2,5% du PIB non agricole. Du côté de la demande, cette évolution serait le résultat d'une baisse des exportations nettes et d'une poursuite de l'atonie de la consommation finale nationale, avec notamment un faible rythme de la consommation des ménages. En revanche, l'investissement aurait connu une importante hausse comme en témoigne l'accroissement sensible des importations de biens d'équipement.

Sur le marché du travail, la situation a été marquée en 2016 par une perte nette de 37 mille emplois, résultat d'une baisse de 119 mille emplois dans le secteur agricole et de créations limitées à 38 mille dans les services, 36 mille dans les BTP et 8 mille dans l'industrie, y compris l'artisanat. Dans ce contexte, la population active a connu une baisse de 0,7% et le taux d'activité a marqué un recul sensible d'un point de pourcentage à 46,4%. Le taux de chômage est ainsi revenu de 9,7% en 2015 à 9,4%, avec toutefois une augmentation de celui des jeunes citoyens à 41,0%.

Sur le marché des actifs, les prix immobiliers ont enregistré une hausse de 0,9% après 1,2% en 2015 et les ventes ont marqué une augmentation de 8,1% après avoir reculé de 1,3% un an auparavant. Au niveau de la bourse des valeurs, après une hausse de 30,4% en 2016, le MASI a augmenté de 2,7% sur les deux premiers mois de l'année et les transactions ressortent en légère amélioration, le volume moyen quotidien sur le marché central s'étant élevé à 252,4 millions de dirhams contre 137,2 millions en moyenne au 2016.

Pour ce qui est de l'inflation, elle s'est stabilisée en 2016 à 1,6% avec notamment une décélération de l'inflation sous-jacente de 1,3% en 2015 à 0,8% et une progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 7,5% après 4,3%. Les données récentes indiquent une accélération de l'inflation de 1,8% en moyenne au quatrième trimestre à 2,1% en janvier, sous l'effet principalement d'une augmentation de 19,4% des prix des carburants et lubrifiants après celle de 9,9%. Cette accélération reflète également, mais dans une moindre mesure, la hausse de l'inflation sous-jacente de 1% à 1,2% et du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 5,9% à 6,3%. Pour leur part, les produits réglementés ont vu leurs prix augmenter de 0,6%, soit le même rythme observé au quatrième trimestre.

En termes de perspectives, la reprise de l'économie mondiale devrait se poursuivre, quoiqu'à un rythme lent, reflétant l'accélération prévue de la croissance dans les pays avancés et la sortie de récession de certains grands pays émergents. En particulier, dans la zone euro, après un taux estimé à 1,7% en 2016, la croissance devrait se situer à 1,9% en 2017, soutenue par des conditions monétaires et financières favorables, avant de revenir à 1,6% en 2018, sous l'effet de l'approche de la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union Européenne. Aux Etats-Unis, la croissance se serait située à 1,6% en 2016 et rebondirait à 2,3% en 2017 et à 2,4% en 2018. Dans les principaux pays émergents, le ralentissement de l'activité en Chine devrait se poursuivre sous l'effet de la politique de rééquilibrage de l'économie, alors qu'au Brésil et en Russie, le PIB devrait afficher des hausses après deux années de récession.

Sur le marché du travail, l'amélioration de la situation observée aux Etats-Unis devrait se consolider à moyen terme, le taux de chômage devant se stabiliser à 4,8% en 2017 et en 2018. Dans la zone euro, ce taux devrait poursuivre sa tendance baissière, revenant de 10% en 2016 à 9,8% en 2017 et se stabiliser à ce niveau en 2018.

Pour les matières premières, les cours devraient continuer à évoluer à un niveau relativement bas à moyen terme, sous l'effet de la lenteur de la reprise économique mondiale. En particulier pour les prix du pétrole, après la hausse enregistrée suite à l'accord sur la réduction de la production, ils devraient s'établir à 54,6\$/baril en 2017 en moyenne et augmenter légèrement à 55,3\$/baril en 2018. Quant aux phosphates, les prix ont accusé des baisses importantes pour les produits dérivés au cours du premier semestre de 2016 sous l'effet notamment du surplus des capacités de production et le niveau faible des prix internationaux des produits alimentaires. A moyen terme, ils devraient continuer à évoluer très proches de leur niveaux actuels, s'établissant pour le DAP autour de 330\$ la tonne en 2017 et de 338\$ en 2018 et avoisinant 280\$ et 287\$ respectivement pour le TSP. Les prix du brut devraient se stabiliser autour de 105\$ la tonne à moyen terme.

Dans ce contexte, l'inflation dans la zone euro devrait s'accroître de 0,2% en 2016 à 1,6% en 2017 et à 1,7% en 2018, sous l'effet de la hausse des prix des produits énergétiques, de l'amélioration des perspectives économiques de la zone et de la dépréciation de l'euro. Aux Etats-Unis, elle devrait augmenter à 2,7% en 2017 avant de revenir à 2,2% en 2018.

Au niveau national, après une progression de 2,5% en 2016, les exportations devraient progresser de 6,2% en 2017, soutenues par la poursuite de la dynamique à l'export de la construction automobile, quoiqu'à un rythme moins rapide, et la reprise des ventes de phosphates suite à la dissipation de l'effet de la baisse des prix observée en 2016. Elles devraient ralentir à 4,6% en 2018, sous l'effet notamment de la décélération de la croissance dans les principaux pays partenaires de la zone euro, avec l'approche du Brexit. En parallèle, les importations devraient continuer à augmenter, mais à un rythme moins rapide qu'en 2016, reflétant en particulier la poursuite de la progression des acquisitions des biens d'équipement et une hausse de la facture énergétique, la première depuis 4 ans. Pour leur part, le rythme de croissance des recettes de voyage et des transferts des MRE devraient se consolider en 2017 et en 2018. Au total, et sous l'hypothèse d'une entrée de dons des pays du CCG de 8 milliards de dirhams en 2017 et en 2018, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 3,3% du PIB en 2017 et se creuser légèrement à 3,5% du PIB en 2018.

Dans ces conditions, et tenant compte des principales rubriques du compte financier, avec notamment la poursuite de l'afflux des IDE à moyen terme, les réserves internationales nettes devraient continuer à se renforcer mais à un rythme moindre que prévu dans l'exercice de décembre. Elles devraient assurer la couverture de 6 mois et 17 jours d'importations de biens et services à fin 2017 et 6 mois et 20 jours au terme de 2018.

Tenant compte de la révision à la baisse de l'évolution des réserves de change et de l'évolution prévue des autres facteurs de liquidité, la situation de la liquidité bancaire devrait ressortir déficitaire à 13,4 milliards à fin 2017 et se creuser à 18,5 milliards au terme de 2018. En ce qui concerne le crédit bancaire au secteur non financier, et tenant compte de la légère reprise observée en 2016 et de l'amélioration prévue des activités non agricoles, sa prévision a été ajustée de 4% à 4,5% en 2017 et de 4,5% à 5% en 2018.

Au plan des finances publiques, tenant compte de l'exécution budgétaire au titre de 2016, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre mais à un rythme plus lent que prévu en décembre. La prévision du déficit budgétaire a été révisée à la hausse à 3,7% du PIB en 2017 et à 3,4% du PIB en 2018.

Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'une production céréalière de 78 millions de quintaux en 2017 et d'une année agricole moyenne en 2018, l'activité économique devrait reprendre à moyen terme à un rythme globalement en ligne avec les prévisions de décembre. Les projections de BAM tablent sur une croissance de 4,3% en 2017 et de 3,8% en 2018, avec des hausses respectives de 11,5% et 2,5% de la valeur ajoutée agricole et de 3,4% et 3,9% du PIB non agricole. Du côté de la demande, cette reprise devrait être soutenue par le regain de vigueur de la demande intérieure, favorisée principalement par de meilleures perspectives de l'activité économique ainsi que par l'orientation accommodante de la politique monétaire. Les exportations nettes, pour leur part, devraient également s'améliorer sous l'effet de l'augmentation de la demande étrangère adressée au Maroc et de l'atténuation de l'appréciation du taux de change effectif réel.

Dans ce contexte, l'inflation devrait rester modérée sur l'horizon de prévision s'établissant à 1,4% en moyenne. En effet, après s'être établie à 1,6% en 2016, elle devrait décélérer à 1,1% en 2017, résultat en grande partie de la dissipation de l'effet de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils observée en 2016, avant de s'accélérer à 1,7% en 2018. En revanche sa composante sous-jacente devrait s'inscrire dans une tendance haussière, sous l'effet notamment de l'amélioration de la demande intérieure et de l'atténuation de l'appréciation du taux de change effectif réel. Elle s'accélérerait ainsi de 0,8% en 2016 à 1,5% en 2017 et à 1,9% en 2018. Quant aux carburant et lubrifiants, reflétant l'évolution des cours du pétrole sur le marché international, les prix devraient poursuivre leur tendance haussière observée à partir du deuxième trimestre de 2016 pour augmenter de 9,9% en 2017 et se stabiliser en 2018.

Ces prévisions restent entourées de plusieurs incertitudes avec une balance des risques orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation. Pour ce qui est de la croissance, les risques sont notamment liés à l'orientation protectionniste de la politique commerciale des Etats-Unis et son impact sur le commerce mondial, et d'autre part à une plus grande divergence des orientations des politiques monétaires de la FED et de la BCE et son impact négatif à travers le taux de change effectif réel. Sur le plan interne, des conditions climatiques plus favorables que prévu pourraient induire une production céréalière dépassant les 78 millions de quintaux et une hausse de la croissance en 2017 plus importante que prévu dans le scénario central.



En ce qui concerne les risques entourant la prévision centrale de l'inflation, une hausse plus rapide des prix internationaux du pétrole ou une inversion de la tendance baissière des prix mondiaux des produits alimentaires de base pourraient entraîner une hausse des prix plus élevée que prévue. En revanche, une normalisation plus rapide que prévu de la politique monétaire de la FED pourrait se traduire par une appréciation du taux de change effectif et une baisse de l'inflation importée.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Au terme de l'année 2016, les données du quatrième trimestre indiquent la poursuite de la consolidation de la croissance économique aux Etats-Unis et au Japon, une légère décélération dans la zone euro et une stabilisation au Royaume-Uni. Dans les principaux pays émergents, les dernières données disponibles font ressortir une hausse de la croissance en Chine au quatrième trimestre et une décélération en Inde. La récession s'est poursuivie au Brésil et en Russie, avec toutefois une relative atténuation de la contraction du PIB au Brésil. Au niveau du marché de l'emploi, le taux de chômage a légèrement baissé aux Etats-Unis en février et s'est stabilisé dans la zone euro en janvier. S'agissant des marchés financiers, ils ont été marqués au cours du mois de février par des évolutions contrastées des principaux indices boursiers et par une hausse quasi-générale des taux de rendement souverains des pays avancés. Sur les marchés des matières premières, les cours ont affiché en février des hausses en glissement annuel, à la fois pour les produits agricoles, les métaux de base et les produits énergétiques. Dans ces conditions, l'inflation a connu une tendance globalement haussière dans les principaux pays avancés et des évolutions divergentes dans les principales économies émergentes.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données des comptes nationaux du quatrième trimestre 2016 aux Etats-Unis font ressortir une croissance de 1,9% en glissement annuel après 1,7% au trimestre précédent. Cette amélioration est attribuable pour l'essentiel à la hausse de la consommation des ménages et de l'investissement, qui ont plus que contrebalancé le ralentissement des dépenses publiques et des exportations.

Dans la zone euro, en revanche, la croissance au quatrième trimestre est ressortie en légère décélération de 1,8% à 1,7%. Par pays, elle a augmenté en France et en Allemagne à 1,2% et à 1,8%, contre 1,0% et 1,7% respectivement le trimestre précédent, a baissé en Espagne de 3,2% à 3% et a stagné en Italie à 1,0%.

Au Royaume-Uni, la croissance s'est stabilisée à 2,0% au quatrième trimestre. A l'opposé, elle s'est considérablement raffermie au Japon à 1,6% contre 1,1% au troisième trimestre en lien notamment avec une amélioration de la consommation des ménages.

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

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

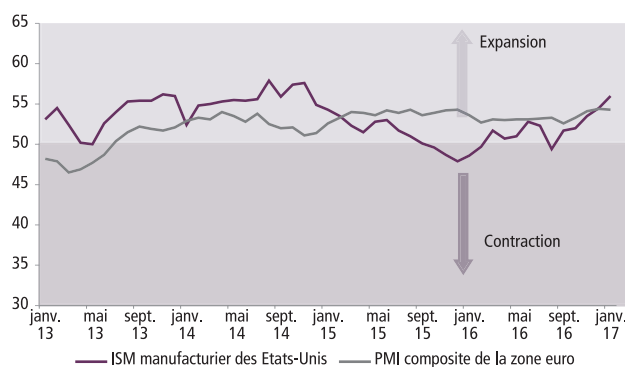
Source : Thomson Reuters Eikon.

Dans les pays émergents, la croissance en Chine a enregistré au quatrième trimestre sa première hausse depuis fin 2014, s'établissant à 6,8% après 6,7% le trimestre précédent. En Inde, la croissance a enregistré une légère décélération à 6,6% au quatrième trimestre contre 6,7% un trimestre auparavant. La récession

s'est poursuivie au Brésil, avec toutefois une relative atténuation de la contraction du PIB de -2,5% au quatrième trimestre contre -2,9% le trimestre précédent, et en Russie de -0,4% au titre du troisième trimestre après -0,6% au deuxième trimestre.

S'agissant des indicateurs à haute fréquence, ils font ressortir pour le mois de février 2017 une accélération de l'activité du secteur privé dans la zone euro, l'indice PMI composite étant ressorti à 56,0 points contre 54,4 en janvier. De même, aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier aux Etats-Unis a enregistré une hausse à 57,7 points en février contre 56,0 points le mois précédent.

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



1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a légèrement baissé à 4,7% en février, avec une création de 235.000 postes d'emploi contre 238.000 en janvier. Dans la zone euro, il s'est stabilisé à 9,6% en janvier. Par pays, ce taux a diminué de 3,9% à 3,8% en Allemagne, de 18,4% à 18,2% en Espagne, alors qu'il a stagné à 10% en France et à 11,9% en Italie. Au Royaume-Uni, les chiffres de novembre indiquent un taux de chômage en baisse à 4,7% après 4,8% un mois auparavant.

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

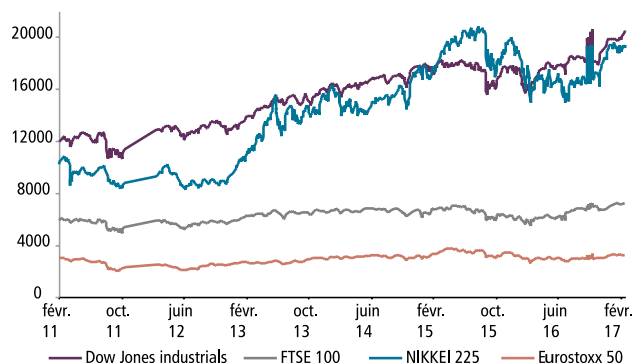
	2015	2016	2016		2017
			déc.	janv.	févr.
Etats-Unis	5,3	4,9	4,7	4,8	4,7
Zone euro	10,9	10,0	9,6	9,6	N.D
France	10,4	9,9	10,0	10,0	N.D
Italie	11,9	N.D	11,9	11,9	N.D
Allemagne	4,6	4,1	3,9	3,8	N.D
Espagne	22,1	19,6	18,4	18,2	N.D
Royaume-Uni	5,3	N.D	N.D	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

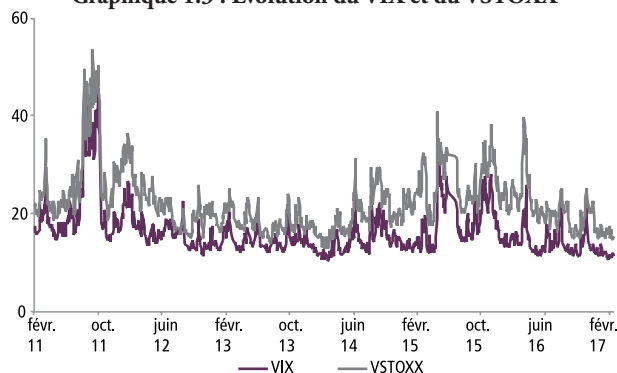
1.2 Conditions monétaires et financières

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont enregistré entre janvier et février des évolutions divergentes. Alors que l'EUROSTOXX50 a diminué de 0,7% et le NIKKEI 225 de 0,3%, le Dow Jones et le FTSE 100 ont marqué des hausses de 1,8% et de 0,2% respectivement. En termes de volatilité, le VSTOXX s'est établi à 15,6 points de base en février au lieu de 16 points en janvier et le VIX à 11,4 points de base contre 11,7 points. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 3,9%, traduisant notamment des hausses de 10,8% de l'indice de la Turquie, de 5,5% de celui de l'Inde et de 4,3% de celui de la Chine.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX

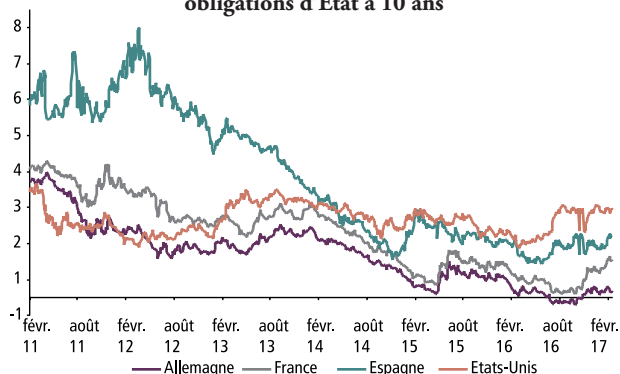


Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans dans les économies avancées a affiché une hausse quasi-généralisée entre janvier et février. Il a augmenté de 0,9% à 1,1% pour la France, de 1,5% à 1,7% pour l'Espagne, de 2% à 2,3% pour l'Italie et de 7% à 7,7% pour la Grèce. En revanche, ce taux a stagné à 0,2% pour l'Allemagne et à 2,4% pour les Etats-Unis.

S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement à 10 ans a marqué une hausse de 3,2% à 3,4% pour la Chine et de 6,4% à 6,7% pour l'Inde. A l'opposé, il a diminué de 10,9% à 10,3% pour le Brésil et de 11,1% à 10,6% pour la Turquie.

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

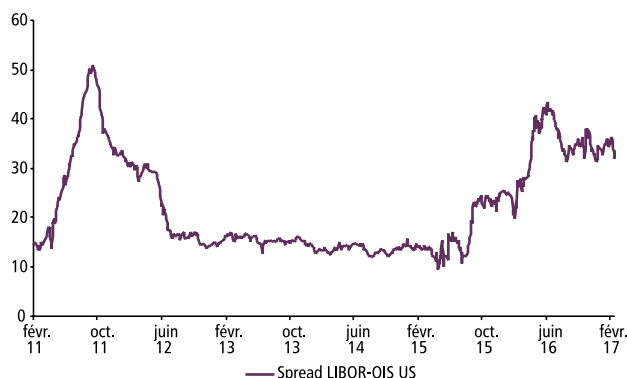


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a stagné entre janvier et février à -0,33% et le Libor de même maturité à 1%. Le spread Libor-OIS dollar, quant à lui,

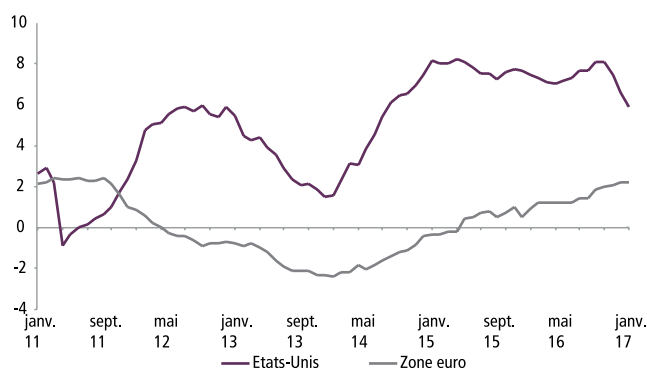
est resté quasiment inchangé autour de 34,5 points de base. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré entre décembre et janvier une décélération aux Etats-Unis de 6,6% à 5,9%, alors qu'il a stagné à 2,2% dans la zone euro.

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 est resté inchangé à 1,1 dollar entre janvier et février et s'est déprécié de 0,7% par rapport à la livre sterling et de 1,1% contre le yen japonais. Quant à l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est apprécié de 2,8% et la roupie indienne de 1,5%, tandis que le yuan chinois et la lire turque n'ont pas connu de variation.

Graphique 1.7 : Evolution du taux de change euro/dollar

Dans ce contexte, à l'exception de la FED, les banques centrales des autres principaux pays avancés ont gardé inchangés leurs taux. Ainsi, la FED a décidé lors de sa réunion du 15 mars de relever la fourchette cible de son taux directeur d'un quart de point de pourcentage à [0,75%-1%]. Elle a indiqué que l'orientation de la politique monétaire reste accommodante soutenant ainsi l'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 observées 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.

Pour sa part, la BCE a décidé le 9 mars de maintenir son taux directeur à 0%, tout en réitérant que 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 les achats nets d'actifs. Elle a également confirmé qu'elle poursuivra ses achats d'actifs au rythme mensuel actuel de 80 milliards d'euros jusqu'à fin mars 2017 et de 60 milliards d'euros

par mois à partir d'avril 2017 et ce, jusqu'à fin décembre 2017 et au-delà si nécessaire, et en tout cas jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

Dans le même sens, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de la réunion du 16 mars de son Comité de politique monétaire, de maintenir inchangé son taux directeur à 0,25%, et de poursuivre son programme d'achats d'obligations notées « investment-grade » d'entreprises non financières britanniques d'un montant de 10 milliards de livres sterling, son programme d'achat d'obligation d'Etat à hauteur de 60 milliards de livres sterling, portant ainsi le montant total du stock de ses achats d'actifs à 435 milliards de livres sterling.

Au niveau des pays émergents, la Banque centrale de Russie a décidé le 3 février de maintenir son taux directeur à 10%, en indiquant que la dynamique de l'inflation est en ligne avec ses prévisions, et que l'activité économique se redresse plus rapidement que prévu. De même, la Banque centrale de l'Inde a décidé le 8 février de maintenir inchangé son taux directeur à 6,25%. Pour sa part, la Banque centrale du Brésil a décidé le 22 février de réduire son taux directeur de 75 points de base à 12,25%, soit la quatrième baisse consécutive. Cette décision a été motivée par le fait que les données disponibles suggèrent une reprise graduelle de l'activité économique au cours de 2017 et par la baisse récente de l'inflation.

Encadré 1.1 : Conséquences économiques des orientations de la nouvelle administration américaine

Les résultats des dernières élections présidentielles aux Etats-Unis laissent présager un changement significatif dans l'orientation future de la politique économique américaine. Tout au long de sa campagne électorale, Donald Trump s'est engagé à mettre en place plusieurs mesures dont les plus importantes portent sur : (i) une baisse des impôts ; (ii) une augmentation des investissements en infrastructures ; (iii) un allègement de la réglementation bancaire ; et (iv) une plus grande protection des industries américaines contre la concurrence étrangère. Parallèlement, il a promis de retirer la participation des Etats-Unis à l'accord de Paris issu de la COP21, d'arrêter le plan climat de son prédécesseur qui visait en particulier à réduire l'activité énergétique liée au charbon, d'expulser l'ensemble des immigrants illégaux, de bâtir un mur à la frontière mexicaine et de renforcer les contraintes liées à l'accueil de migrants légaux.

Quelques jours après son investiture, le Président Trump a procédé à la signature d'une multitude de décrets concernant notamment :

- Le commerce : en mettant fin à la participation des Etats-Unis aux négociations et au traité de libre-échange transpacifique (TPP).
- La réglementation financière : les décrets signés portent sur l'assouplissement de la réglementation.
- L'immigration : les décrets concernent le renforcement de la sécurité aux frontières et l'amélioration de la sécurité publique à l'intérieur.
- La santé : par l'abrogation et le remplacement de l' « Affordable Care Act », réforme de l'assurance maladie instaurée sous la présidence de Barack Obama, afin notamment d'en réduire le coût économique.

Les orientations de la nouvelle administration américaine devraient impacter sensiblement les perspectives économiques aussi bien aux Etats-Unis qu'au niveau mondial. Si l'impulsion budgétaire stimulerait la croissance américaine et mondiale à court terme, un mouvement vers plus de protectionnisme devrait avoir un impact négatif majeur sur l'économie mondiale à moyen terme. Le retrait des accords commerciaux multilatéraux ou l'imposition de droits de douane sur les importations présentent des risques potentiellement significatifs.

Dans ses prévisions de février 2017, la Commission européenne a estimé que les orientations de la nouvelle administration américaine en matière budgétaire devraient soutenir la croissance américaine de 0,3% du PIB en 2017 et de 1% du PIB en 2018. Ainsi, la croissance devrait passer de 1,6% en 2016 à environ 2,3% en 2017 avant de revenir à 2,2% en 2018. La vigueur de la dynamique du marché du travail devrait stimuler la consommation privée à moyen terme, avec une forte croissance des salaires. L'inflation devrait passer de 1,3% en 2016 à environ 2,5% en 2017 et 2018, en liaison en partie avec l'accroissement des prix de l'énergie. Toutefois, cette évolution des pressions est susceptible, selon la Commission européenne, de déclencher l'accélération du resserrement de la politique monétaire. De ce fait, un dollar plus fort et des taux d'intérêt plus élevés devraient réduire partiellement l'impulsion de la croissance découlant de la relance budgétaire. La progression des coûts de financement devrait commencer à peser sur les investissements à partir de 2018, notamment les investissements en immobilier. Parallèlement, la Commission s'attend également à ce que la vigueur du dollar américain contribue à la détérioration du déficit du compte courant de 1 point de pourcentage (à -3,5% du PIB) d'ici 2018. Le déficit public et la dynamique de l'endettement seront aussi sensiblement affectés par toutes les mesures de relance, avec un déficit qui atteindrait 5,5% du PIB d'ici 2018 et un niveau de la dette qui reprendrait sa tendance haussière pour atteindre 110% du PIB d'ici 2018.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

L'entrée en vigueur de l'accord de réduction de la production du pétrole conclu en novembre dernier entre les pays producteurs, conjuguée à la reprise progressive de l'activité économique mondiale, en particulier celle des pays avancés, a porté le prix du Brent à 56,1 dollars le baril en moyenne en février, soit une hausse de 0,7% par rapport à janvier et de 66,1% en glissement annuel.

Graphique 1.8 : Cours mondial du Brent en dollar

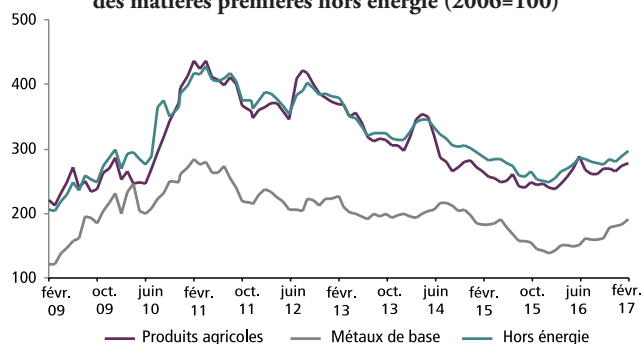


Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Le renchérissement a concerné également les produits hors énergie dont les cours ont affiché en février une nette hausse, l'indice Dow Jones-UBS y afférent s'étant accru de 16,1% en glissement annuel. Cette évolution reflète la forte progression de 33,7% des cours des métaux de base et la hausse de 16,5% de l'indice des prix des produits agricoles.

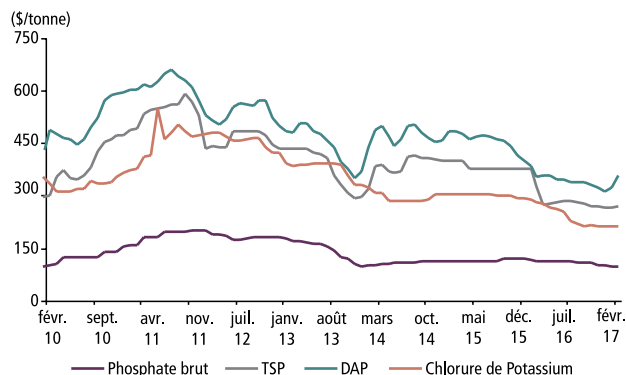
Graphique 1.9 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (2006=100)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur le marché mondial des phosphates et dérivés, le cours du brut a accusé une baisse de 1% entre janvier et février revenant de 99 à 98 dollars la tonne. De même, le cours du Chlorure de Potassium s'est replié de 0,5% et ce, après s'être établi à 215 dollars la tonne pendant trois mois consécutifs. Pour les autres dérivés, leur prix ont enregistré des hausses de 10,8% à 360 dollars la tonne pour le DAP, de 2,5% à 247 dollars la tonne pour l'urée et de 0,4% à 270 dollars la tonne pour le TSP. En glissement annuel, les cours ont accusé en février des baisses de 24,1% pour le Chlorure de Potassium, de 17,9% pour le TSP et de 14,8% pour le phosphate brut, alors que pour le DAP et l'urée, ils ont connu des accroissements de 1,4% et de 18,2% respectivement. Pour ce qui est des produits agricoles, le prix du blé dur a marqué un accroissement de 1,3% d'un mois à l'autre mais reste en baisse de 17% en glissement annuel.

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



Source : Banque Mondiale.

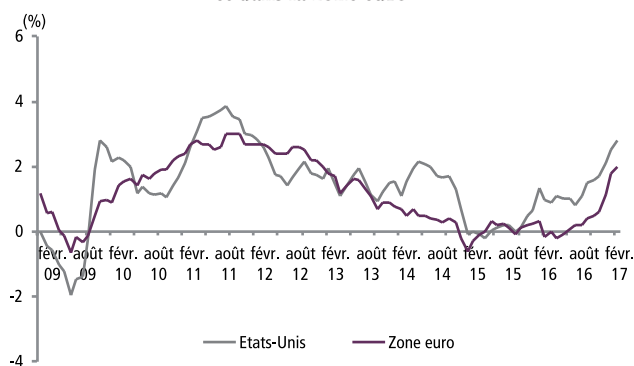
1.3.3 Inflation dans le monde

Aux Etats-Unis, l'inflation a poursuivi son accélération entamée en juillet, s'établissant à 2,8% en février après 2,5% un mois auparavant. Selon une estimation provisoire d'Eurostat pour le mois de février, le taux d'inflation dans la zone euro devrait passer de 1,8% à 2%, recouvrant une hausse de 1,9% à 2,2% en Allemagne et de 1% à 1,6% en Italie, une stagnation à 3% en Espagne et un léger repli de 1,6% à 1,4% en France. Pour ce qui est des autres principaux pays

avancés, les données demeurent celles de janvier et font état d'une légère hausse du taux d'inflation de 0,3% à 0,5% au Japon et de 1,6% à 1,8% au Royaume-Uni.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation a accusé en février une baisse de 2,5% à 0,8% en Chine et de 5,4% à 4,8% au Brésil, et elle s'est repliée en janvier de 5,3% à 4,9% en Russie.

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



Source : Eurostat.

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

	2014	2015	2016/2017		
			déc.	janv.	févr.
Etats-Unis	1,6	0,1	2,1	2,5	2,8
Zone Euro	0,4	0,2	1,1	1,8	2,0
Allemagne	0,8	0,2	1,7	1,9	2,2
France	0,6	0,1	0,8	1,6	1,4
Espagne	-0,2	-0,4	1,6	3,0	3,0
Italie	0,2	0,2	0,5	1,0	1,6
Royaume-Uni	1,5	0,1	1,6	1,8	N.D
Japon	2,7	0,7	0,3	0,5	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

En 2016, le rythme de progression des exportations a ralenti à 2,5% après une hausse de 8,6% en 2015. Les ventes de phosphates et dérivés ont connu un recul sensible sous l'effet de l'importante baisse des prix, alors que, les exportations de la construction automobile ont maintenu leur dynamisme affichant une hausse de 21%. En parallèle, les importations ont enregistré une augmentation de 9,5%, tirée principalement par une importante hausse des achats de biens d'équipement et dans une moindre mesure des biens de consommation et de produits alimentaires. Ainsi, le solde commercial s'est aggravé de 29,8 milliards à 184 milliards, ramenant ainsi le taux de couverture de 58,6% à 54,8%. S'agissant des transferts des MRE et des recettes voyages, ils ont progressé de 3,4% pour s'établir à 62,2 milliards de dirhams et 63,2 milliards, respectivement. Au total, le déficit du compte courant s'est aggravé à 4,2% du PIB, après 2,2% à fin 2015. Tenant compte notamment d'une entrée d'IDE à 33,1 milliards de dirhams et des autres opérations financières, les réserves internationales nettes se sont renforcées de 12,1% à 251,9 milliards à fin décembre, soit l'équivalent de 6 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1. 1 Exportations

En dépit d'une baisse de 10,8% du chiffre d'affaires à l'export des phosphates et dérivés, les exportations globales ont augmenté de 2,5% en 2016 à 223,4 milliards de dirhams, grâce essentiellement à une hausse de 11,9% des ventes du secteur automobile à 54,6 milliards de dirhams. De même, les exportations de l'agriculture et de l'agro-alimentaire ont progressé de 5,1% à 48,3 milliards, tirées principalement par l'augmentation de 5,7% des ventes de l'industrie alimentaire. Pour leur part, les livraisons du textile et cuir se sont accrues de 6,7% à 35,3 milliards de dirhams et les ventes de l'aéronautique et de l'électronique ont marqué des progressions respectives de 12,5% et 9,1%.

La baisse des exportations de phosphates et dérivés reflète des replis pour le phosphate brut de 25,7% en valeur et de 7,3% en quantités. Quant aux ventes des dérivés de phosphates, en dépit d'une augmentation de 33% des volumes expédiés, elles ont baissé de 6,7%.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

Secteurs/ Segments	2016	2015	Variations	
			En valeur	En %
Exportation (FAB)	223 436	218 040	5 396	2,5
Automobile	54 609	48 821	5 788	11,9
Agriculture et Agro-alimentaire	48 270	45 945	2 325	5,1
Phosphates et dérivés	39 539	44 303	-4 764	-10,8
Textile et Cuir	35 250	33 048	2 202	6,7
Aéronautique	9 248	8 223	1 025	12,5
Electronique	8 574	7 860	714	9,1
Industrie pharmaceutique	1 100	1 048	52	5,0
Autres	26 846	28 792	-1 946	-6,8

* Chiffres provisoires.

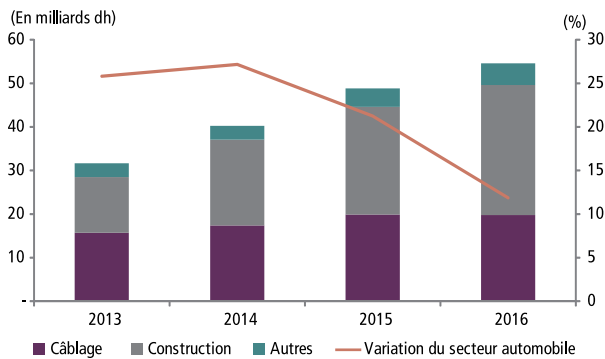
Source : Office des changes.

Tableau 2.2 : Evolution des exportations de phosphates et dérivés entre 2015 et 2016 en %

	2016/2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	-25,7	-7,3	-19,9
Engrais naturels et chimiques	14,3	54,0	-25,8
Acide phosphorique	-30,6	-9,9	-23,0

Source : Office des changes.

Graphique 2.1 : Ventilation des exportations du secteur automobile entre 2013 et 2016



Source : Office des changes.

2.1.2 Importations

Les importations ont progressé de 9,5% en 2016 à 407,4 milliards de dirhams, en relation principalement avec un accroissement de 27% des achats de biens d'équipement, avec notamment des hausses de 3,2 milliards pour les achats de parties et pièces détachées pour véhicules industriels et de 3,1 milliards pour ceux de chaudières et turbines. Dans le même sens, les achats de biens de consommation ont augmenté de 15,3%, avec notamment une progression de 29,5% des acquisitions de voitures de tourisme et les importations de produits alimentaires ont crû de 25,1%, sous l'effet en grande partie d'un accroissement de près de moitié des acquisitions de blé à 12,8 milliards.

En revanche, la facture énergétique s'est contractée de 17,9% ou 11,9 milliards, avec un repli de 15,9% des achats de gaz de pétrole. L'année 2016 a été marquée par l'absence des acquisitions de pétrole brut, suite à l'arrêt de l'activité de la raffinerie de la Samir.

Dans ces conditions, le déficit commercial s'est élevé à 184 milliards de dirhams, en creusement de 19,3% ou 29,8 milliards. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 54,8% en baisse de 3,8 points de pourcentage.

Tableau 2.3 : Evolution des importations

Groupe de produits	2016	2015	Variations	
			En valeur	En %
Importations (CAF)	407 435	372 225	35 210	9,5
Biens d'équipement	118 879	93 609	25 270	27,0
Produits finis de consommation	80 602	69 934	10 668	15,3
Produits alimentaires	44 568	35 615	8 953	25,1
Demi produits	91 078	85 988	5 090	5,9
Produits bruts	17 833	20 733	-2 900	-14,0
Produits énergétiques	54 393	66 254	-11 861	-17,9

Source : Office des changes.

Tableau 2.4 : Evolution des principaux produits à l'import entre 2015 et 2016 en %

	2016/2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	49,4	95,7	-23,7
Gas-oils et fuel-oils	1,0	23,6	-18,2
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-15,9	4,7	-19,6
Soufres bruts et non raffinés	-34,1	9,9	-40,0

Source : Office des changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, les recettes touristiques se sont inscrites en progression de 3,4% à 63,2 milliards et les dépenses de même nature ont crû à un rythme légèrement supérieur de 4,1%, pour s'établir à 14,3 milliards. Pour leur part, les dépenses de transport ont augmenté de 7,5%, reflétant une hausse des volumes importés, alors que les recettes de même nature ont diminué de 5,4%. Au total, la balance des services s'est soldée par un excédent de 66,8 milliards de dirhams, en légère progression de 1,1% par rapport à son niveau à fin 2015.

Pour ce qui est des recettes MRE, leur rythme s'est consolidé à 3,4% pour se situer à 62,2 milliards de dirhams ou 6,2 % du PIB.

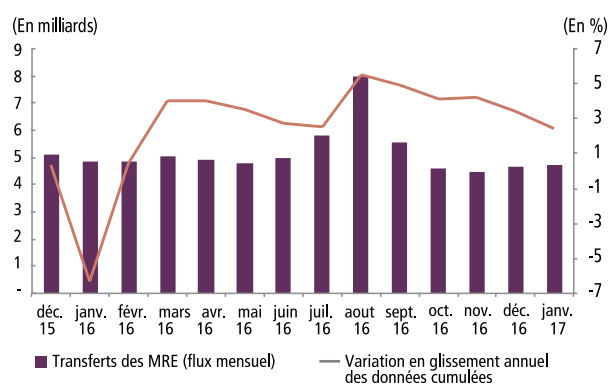
Tenant également d'une entrée de dons publics de 9,1 milliards de dirhams, dont 7,2 milliards en provenance des pays du CCG, le déficit du compte courant s'est creusé à 4,2% du PIB après 2,2% un an auparavant.

Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services

(En millions de DH)	2016	2015	Evolution	
			En valeur	En %
Importations	83 190	77 301	5 889	7,6
Service de transport	31 730	29 514	2 216	7,5
Voyages	14 256	13 696	560	4,1
Exportations	149 962	143 329	6 633	4,6
Service de transport	25 160	26 598	-1 438	-5,4
Voyages	63 240	61 150	2 090	3,4
Solde	66 772	66 028	744	1,1

Source : Office des changes.

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



Source : Office des changes.

2.3 Compte financier

Globalement le compte financier aurait dégagé en 2016 un excédent de 34 milliards de dirhams en relation en grande partie avec la poursuite de l'afflux d'IDE. Ce dernier s'est établi à 33,1 milliards de dirhams, en baisse de 17,2% et les dépenses y correspondantes ont progressé de 25,8% à 10,2 milliards de dirhams. En somme, le flux net est ressorti à 22,8 milliards en baisse de 28,2% par rapport à 2015, où il a atteint un niveau record de 31,8 milliards de dirhams. Quant aux investissements directs des résidents à l'étranger, leur flux a affiché une légère baisse de 1,4% à 6,3 milliards de dirhams à fin 2016.

Compte tenu de ces évolutions et celles des autres opérations financières, l'encours des réserves internationales nettes s'est accru de 12,1% en glissement annuel, pour s'établir à 251,9 milliards de dirhams à fin décembre, assurant la couverture de 6 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

Les données récentes relatives aux deux premiers mois de l'année, font état d'une aggravation de 21,7% du déficit commercial par rapport à la même période de 2016 à 26,7 milliards, résultat principalement de la hausse de 5,3 milliards de dirhams des importations ou 8,9%, alors que les exportations n'ont augmenté que de 559 millions ou 1,5%.

La progression des importations traduit pour l'essentiel la hausse de 53,4% des achats de produits énergétiques à 10,4 milliards et dans une moindre mesure une augmentation de 11,8% de biens d'équipement à 18,7 milliards.

Pour ce qui est des exportations, la faible progression recouvre notamment une reprise des ventes de phosphates et dérivés qui se sont accrues de 9,7% à 5,6 milliards et une baisse de 6,4% de celles du secteur automobile à 8,8 milliards.

Pour les autres principales rubriques, les recettes de voyage et les transferts des MRE ont diminué respectivement de 4,4% et 3,1%. De même, les recettes au titre des investissements directs étrangers sont revenues de 5,6 milliards à 4 milliards de dirhams.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre 2016, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel et une légère hausse des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son rythme de progression a poursuivi son amélioration entamée depuis de début de l'année, reflétant notamment une accélération des prêts aux entreprises. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les réserves internationales nettes, quoiqu'on en ralentissement, ont poursuivi leur tendance haussière et les créances nettes sur l'administration centrale ont connu une baisse moins accentuée que celle observée au trimestre précédent. Au total, le rythme d'accroissement de la masse monétaire a ralenti de 5,5% un troisième auparavant à 5,1% au quatrième trimestre et l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

Sur le marché immobilier, les prix ont enregistré une variation limitée de 0,9% après 1,2% en 2015 et les ventes ont marqué une augmentation de 8,1% après avoir reculé de 1,3% un an auparavant. Sur le marché boursier, après une hausse de 30,46% en 2016, l'indice de référence a affiché une performance de 2,7% à fin février. Quant aux transactions, leur volume sur le marché central, quoiqu'en hausse sur les deux premiers mois de l'année en comparaison avec la moyenne de 2016, il demeure relativement faible. Au total, les évolutions récentes observées sur les marchés des actifs ne laissent pas présager des pressions inflationnistes.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

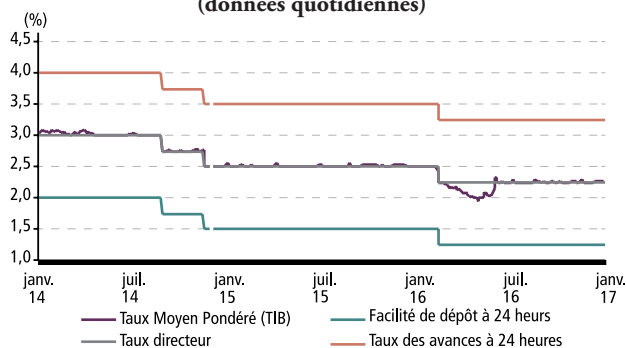
Au cours du quatrième trimestre 2016, le besoin en liquidités des banques est revenu à 16,8 milliards de dirhams en moyenne, reflétant en grande partie l'amélioration des réserves de change. Ainsi, Bank Al-Maghrib a réduit le volume de ses injections à 17,9 milliards, dont 13,4 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 4,1 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier et février¹ 2017 indiquent que le besoin en liquidité a diminué davantage, s'établissant en moyenne hebdomadaire à 14,3 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, le taux interbancaire est resté aligné sur le taux directeur. En ce qui concerne les taux des bons du Trésor, et comparativement au troisième trimestre, les levées au quatrième trimestre ont été effectuées avec des taux quasiment inchangés pour la plupart des maturités, alors que sur le marché secondaire

un léger ajustement a été observé pour les rendements longs. En revanche, au cours du mois de janvier, les taux sur le marché secondaire se sont orientés légèrement à la hausse particulièrement pour les maturités moyenne et longue.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



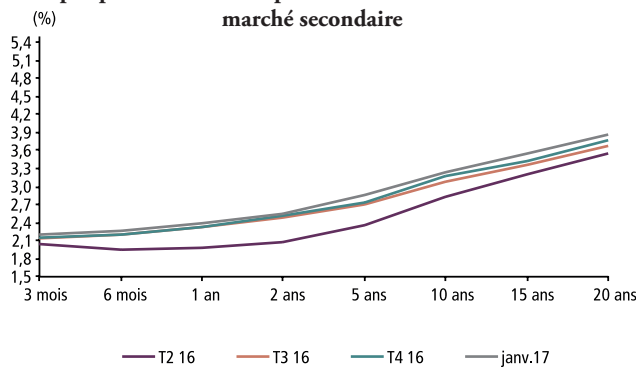
Source : BAM.

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

	2015				2016				2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janv.
52 semaines	2,53	2,67	2,60	2,60	2,57	1,93	2,33	2,30	2,33
2 ans	2,59	2,86	2,74	2,80	2,63	2,05	2,48	2,44	2,53
5 ans	2,98	3,24	3,17	3,14	2,92	2,30	2,71	2,69	2,89
10 ans	3,30	3,66	3,39	3,61	3,48	2,87	3,22	3,08	-
15 ans	3,89	4,07	4,06	4,05	3,77	3,22	-	-	-

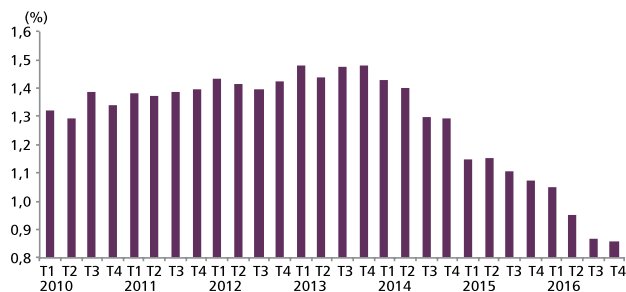
Source : BAM.

¹ Moyenne des trois premières semaines du mois de février 2017.

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

Source : BAM.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont enregistré une légère baisse pour les maturités inférieures à 3 mois et une hausse pour celles de durée entre 6 mois et 1 an. Quant aux taux créditeurs, ils ont connu de légères baisses, de 5 points de base à 2,90% pour ceux à 6 mois et de 4 points de base à 3,30% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement² des banques serait resté quasi-stable au cours du quatrième trimestre, après avoir marqué un net recul au deuxième et au troisième trimestre après la décision de BAM de réduire son taux directeur à 2,25%.

Graphique 3.3: Evolution du coût de financement des banques

Source : BAM.

Quant aux taux débiteurs, les données du quatrième trimestre indiquent une baisse de 52 points de base du taux assortissant les prêts à l'équipement, de 19 points de celui appliqué aux crédits immobiliers et une stagnation du taux des crédits à la consommation. En revanche, le taux assortissant les facilités de trésorerie a connu une hausse de 26 points de base s'établissant

² Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

à 5,24%, portant ainsi le taux moyen pondéré global à 5,17% après 5,08% le trimestre précédent.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs

	2014		2015				2016			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
6 mois	3,69	3,71	3,64	3,60	3,56	3,46	3,31	3,18	2,94	2,90
12 mois	3,86	3,94	3,85	3,83	3,74	3,78	3,67	3,55	3,33	3,30

Source : BAM.

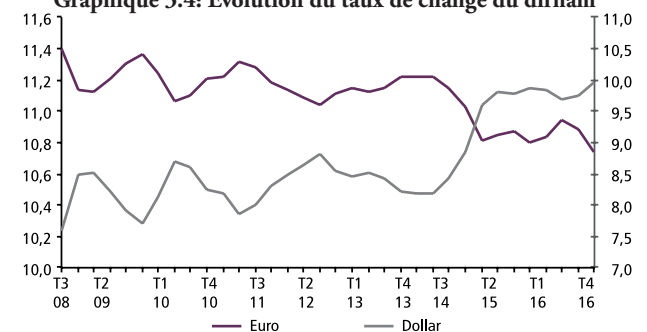
Tableau 3.3 : Evolution des taux débiteurs

	2014		2015				2016			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
Taux global	6,03	5,81	5,93	5,67	5,49	5,55	5,25	5,08	5,17	
Crédits de trésorerie	6,08	5,77	5,95	5,65	5,48	5,44	5,16	4,98	5,24	
Crédits à l'équipement	5,42	5,11	5,04	5,35	4,76	5,54	4,98	4,95	4,43	
Crédits immobiliers	6,05	5,98	5,92	5,68	5,76	5,59	5,44	5,34	5,15	
Crédits à la consommation	7,17	7,27	7,18	7,08	7,12	6,91	6,63	6,64	6,64	

Source : BAM.

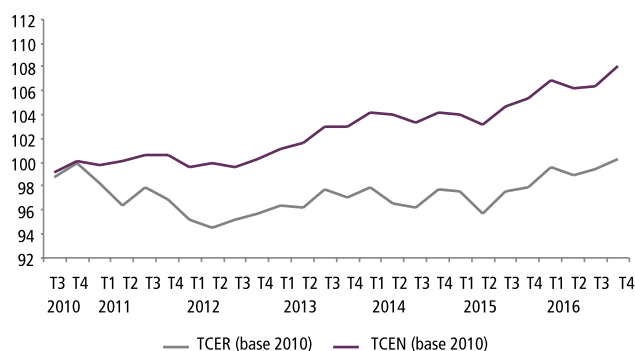
3.1.2 Taux de change

Au quatrième trimestre 2016, l'euro s'est établi en moyenne à 1,08 USD, en dépréciation de 3,4% par rapport au dollar américain. La monnaie nationale s'est appréciée en moyenne de 1,38% face à l'euro et s'est dépréciée de 2,1% vis-à-vis du dollar américain. Comparativement aux devises de certains pays concurrents, le dirham s'est apprécié de 8,5% par rapport à la livre turque et de 0,3% vis-à-vis du yuan chinois. Dans ces conditions, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,6% en termes nominaux. Tenant compte d'une inflation au Maroc globalement inférieure à celle des pays partenaires et concurrents, l'appréciation ressort à 0,9% en termes réels.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham

Source : BAM

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



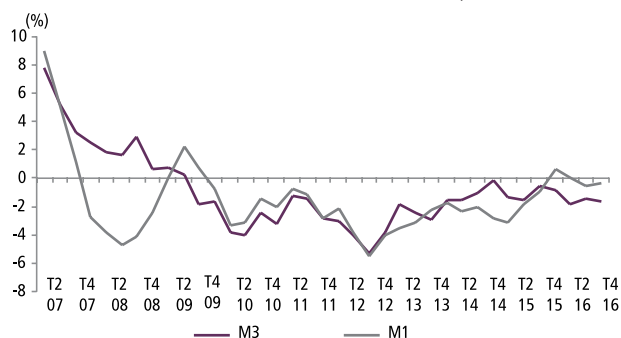
Sources : calcul de BAM et du FMI.

Sur le marché de change, les opérations des banques avec la clientèle se sont traduites, au cours du quatrième trimestre, par une hausse de 29,2% des achats à terme à 6,8 milliards et par une expansion de 102,6% des ventes à terme à 5 milliards. Pour ce qui est des opérations de Bank Al-Maghrib avec les banques, les sessions se sont établies en moyenne à 754 millions de dirhams contre seulement 367 millions au trimestre précédent. Dans ces conditions, la position nette de change des banques ressort à -2,7 milliards de dirhams après un solde positif de 2,6 milliards en moyenne au troisième trimestre.

3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de la masse monétaire a décéléré de 5,5% au troisième trimestre à 5,1% au quatrième trimestre, sous l'effet du ralentissement du taux de croissance des réserves internationales nettes de 18,7% à 13,1%. En revanche, le rythme d'accroissement du crédit bancaire s'est accéléré de 3,1% à 4%, et les créances nettes sur l'administration centrale ont connu une atténuation de leur baisse à 4,3% au lieu de 4,9% enregistrée au troisième trimestre.

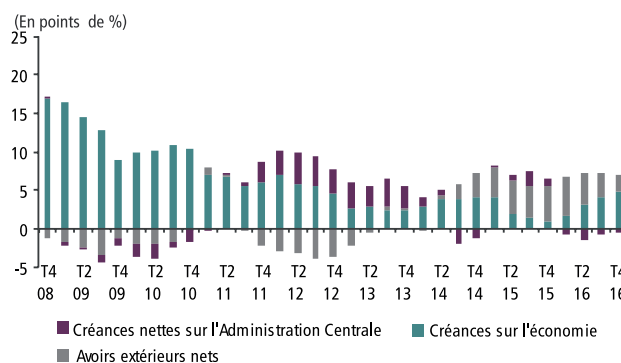
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

Source : BAM.

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

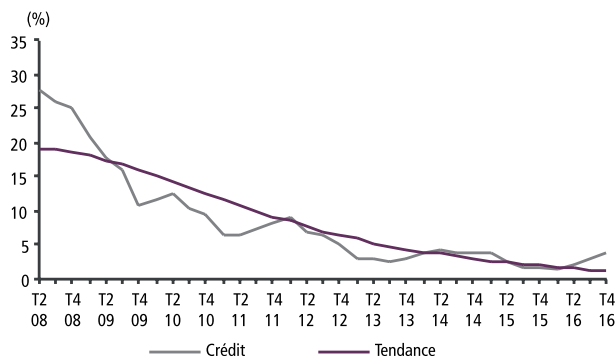


Source : BAM.

Par composantes, le ralentissement de M3 résulte d'une décélération de 12,4% à 1,6% du taux d'accroissement des dépôts en devises. De même, les dépôts inclus dans la masse monétaire ont vu leur progression annuelle revenir de 5,3% à 4,7%. Ainsi, les dépôts des ménages ont ralenti de 8,6% à 8% pour les dépôts à vue et de 5,7% à 1,4% pour les dépôts à terme. Ceux des sociétés non financières privées ont accusé une baisse de 11,5% après celle de 4% au troisième trimestre, tandis que leurs dépôts à vue ont vu leur rythme de progression s'accélérer de 3,2 % à 4,9%. Pour les autres composantes de M3, le taux de progression des titres des OPCVM monétaires a décéléré de 1,6%

à 1,1%, alors que celui de la circulation fiduciaire est resté quasi-stable à 5,6%.

Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

S'agissant du crédit bancaire, il a poursuivi son amélioration entamé depuis 2016. En particulier, le crédit destiné au secteur non financier s'est accru de 3,7% au quatrième trimestre au lieu de 3,2% un trimestre auparavant, reflétant principalement l'accélération de 3% à 4% des prêts aux entreprises et de 5% à 5,3% de ceux accordés aux particuliers. En revanche, les crédits aux entrepreneurs individuels ont accusé une diminution de 5,2%, similaire à celle enregistrée au troisième trimestre.

L'amélioration du crédit aux entreprises traduit essentiellement une accélération de 1,9% à 5% des prêts à l'équipement avec une hausse de 2,5% de ceux accordés aux entreprises non financières privées, après une baisse de 0,4% le trimestre précédent, et une accélération de 9,5% à 13,4% de ceux destinés aux entreprises publiques. Parallèlement, les facilités de trésorerie ont vu leur rythme de progression s'accroître de 1,8% après 2,1% un trimestre auparavant reflétant une importante hausse de 40,8% après celle de 43,4% de ceux aux entreprises publiques, les crédits de trésorerie aux entreprises privées ayant en revanche reculé de 0,5% après une légère hausse de 0,2%. Quant aux prêts destinés à la promotion immobilière, ils ont de nouveau diminué, avec une baisse de 2,6% après celle de 2,3% au troisième trimestre.

Concernant les crédits accordés aux entrepreneurs individuels, ils ont accusé une diminution de 5,2% quasiment similaire à celle enregistrée le trimestre précédent. Cette évolution recouvre une accentuation de 13,8% à 22,2% de la baisse des facilités de trésorerie et une atténuation de 12,5% à 10,7% de celle des prêts à la promotion immobilière.

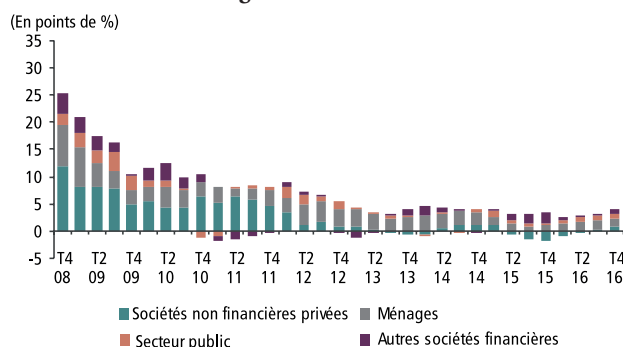
Ces évolutions ont été observées dans un contexte caractérisé par une amélioration des conditions d'offre aussi bien pour les entreprises que pour les ménages. En effet, selon les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al-Maghrib au quatrième trimestre, les banques auraient assoupli leurs critères d'octroi du crédit sous la pression de la concurrence entre les banques. Du côté de la demande, elle aurait, selon les banques, également augmenté comparativement au trimestre précédent pour l'ensemble des agents non financiers.

Par branche d'activité, l'amélioration des crédits aux entreprises reflète principalement des accélérations de 8,6% à 11,2% des prêts destinés à la branche « commerce », de 0,6% à 2,1% de ceux à la branche « électricité, gaz et eau » et de 3,1% à 4,5% de ceux à la branche « industries métallurgiques, mécaniques, électriques ». De même, les crédits destinés aux branches « hôtels et restaurants » ont enregistré une augmentation de 0,4% après une diminution de 5% le trimestre précédent. En revanche, les prêts destinés aux branches « agriculture et pêche » et « industries chimiques et para chimiques » ont accusé des baisses respectives de 11% et de 22,1%, après des hausses de 4,7% et de 3,6% observées au troisième trimestre. Pour sa part, les crédits accordés à la branche « bâtiment et travaux publics » se sont contractés de 4%, soit une baisse plus accentuée que celle de 0,6% enregistrée le trimestre précédent.

Pour ce qui est des prêts aux particuliers, leur évolution au quatrième trimestre reflète une accélération de

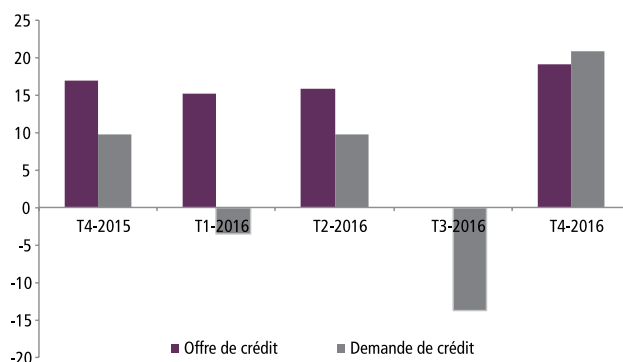
4,9% à 5,5% du rythme de progression des crédits à l'habitat tandis que celui des crédits à la consommation a décéléré de 5,8% à 5,6%.

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



Quant aux créances en souffrance, leur rythme a ralenti de 9% à 8,3%, traduisant une décélération de 21% à 16,3% de celles des entreprises non financières privées et celles des ménages ont baissé de 4,5% après 7,7% le trimestre précédent. Ainsi, le ratio des créances en souffrance au crédit bancaire ressort stable à 7,8%.

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

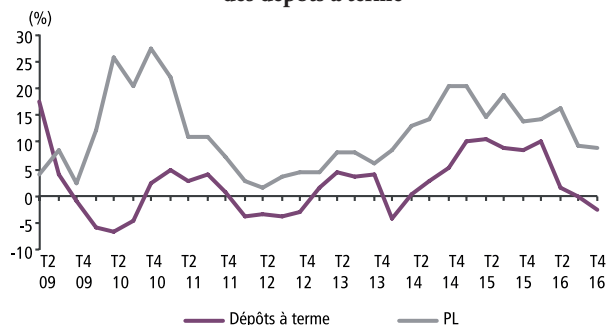


Les dernières données disponibles du crédit bancaire, relatives au mois de janvier 2017, indiquent une légère accélération du rythme d'accroissement du crédit bancaire à 4,4%. En particulier, celui destiné au secteur non financier s'est accru de 3%, traduisant une décélération à 2,2% du taux d'accroissement des prêts aux entreprises et à 4,4% de celui des particuliers.

S'agissant des prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières non inclus dans la situation monétaire, ils se sont accrus de 6,1% à fin décembre, au lieu de 8,5% à fin septembre, reflétant essentiellement la décélération de 46,6% à 30,8% des crédits distribués par les banques off-shore avec notamment un ralentissement de 47,7% à 18,8% du taux d'accroissement des facilités de trésorerie. Quant aux prêts distribués par les sociétés de financement, leur rythme de progression s'est stabilisé à 3,5%, résultat de la baisse de 0,5% des crédits à la consommation après une légère hausse de 0,1% et une accélération du taux d'accroissement du crédit-bail de 6,3% à 7,3%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur rythme de progression est demeuré quasi-stable à 9,4%. Cette évolution recouvre une accélération de 6,1% à 18,7% du taux d'accroissement des titres des OPCVM actions et diversifiés et une décélération de 12,7% à 10,8% de celui des OPCVM obligataires. Pour leur part, les titres des bons du Trésor sont restés quasi-inchangés à 8,7%.

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



3.2 Prix des actifs

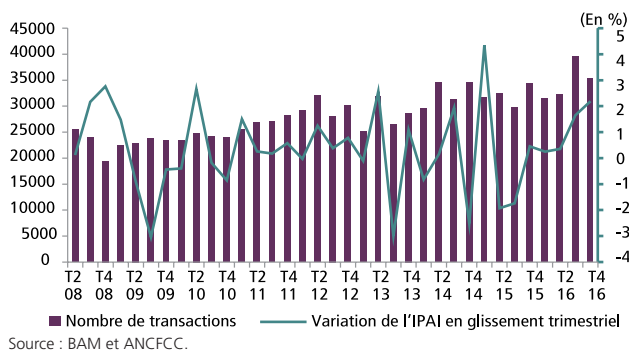
3.2.1 Actifs immobiliers

En 2016, l'IPAI a augmenté de 0,9% après 1,2% l'année précédente, sous l'effet essentiellement d'une quasi-stagnation des prix des appartements alors qu'ils avaient marqué une hausse de 1,8% en 2015. Pour les autres actifs, les prix du foncier ont progressé de 2,1% après 1,2% et ceux des locaux commerciaux de 5,6%

après avoir diminué de 1,6%. En parallèle, le volume des transactions s'est accru de 8,1% après le recul de 1,3% une année auparavant. Cette évolution s'est reflétée au niveau de toutes les catégories d'actifs avec, en particulier, des hausses de 8% pour les appartements, de 9,1% pour les terrains et de 7,3% pour les locaux commerciaux.

Dans les principales villes, l'IPAI a marqué des hausses, à l'exception de Casablanca où les prix ont reculé de 3,8%. Pour ce qui est des transactions, elles ont augmenté dans la majorité des grandes villes, à l'exclusion de Marrakech et Tanger où elles ont accusé des baisses de 14,5% et de 5,6% respectivement.

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

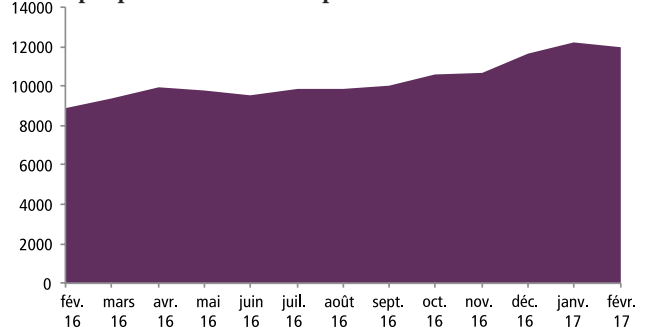


3.2.2 Actifs financiers

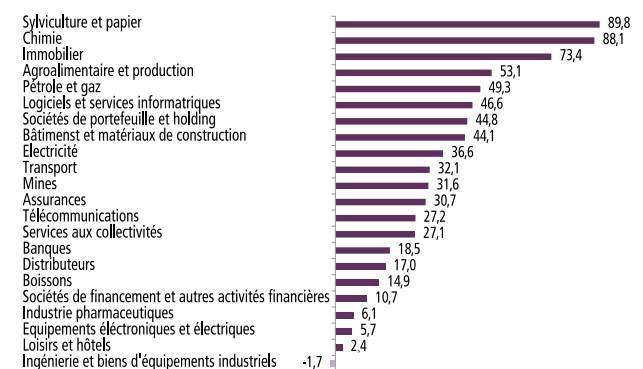
3.2.2.1 Actions

Après avoir reculé de 7,2% en 2015, le MASI a enregistré une performance annuelle de 30,46% en 2016, favorisée essentiellement par l'amélioration des bénéfices des sociétés cotées et le niveau relativement bas des rendements obligataires.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels en 2016 (En %)



L'augmentation annuelle de l'indice de référence reflète essentiellement les hausses importantes des valeurs des secteurs « bâtiments et matériaux de construction » de 44,1%, « télécommunications » de 27,2%, « immobilier » de 73,4% et « banques » de 18,5%. A l'inverse, l'indice « ingénierie et biens d'équipements industriels » a enregistré une contre-performance de 1,7%.

Le volume des échanges s'est élevé à 72,7 milliards de dirhams en 2016, après 52,1 milliards de dirhams en 2015. Sur le marché central, les transactions ont totalisé 34,2 milliards de dirhams contre 31,4 milliards l'année précédente. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a atteint son plus haut niveau depuis 2011, soit 583,4 milliards de dirhams, en progression de 28,7% par rapport à l'an dernier. Dans ces conditions, le ratio de liquidité au niveau du marché central est revenu de 6,3% à 5,5%.

L'année 2016 a été marquée par l'opération de la fusion-absorption de Holcim-Maroc par Lafarge Ciments, d'un montant de 9,1 milliards de dirhams et également par l'introduction par cession d'actions de Marsa-Maroc pour un montant de 1,9 milliard.

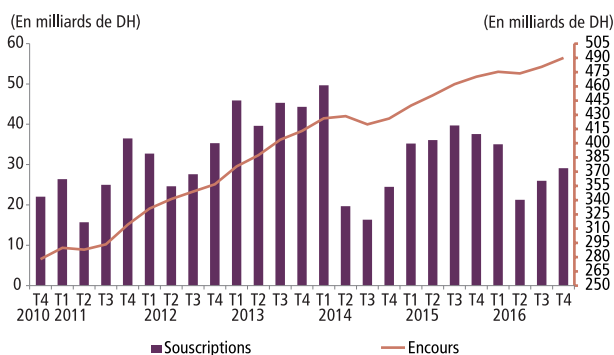
L'analyse des données récentes relatives à la bourse indique qu'après une hausse de 5% en janvier, le MASI a diminué de 2,2% en février³, ramenant sa performance depuis le début de l'année à 2,7%. Concernant les transactions, le volume quotidien moyen des opérations effectuées sur le marché central s'est élevé à 252,4 millions de dirhams en janvier et février contre 137,2 millions au 2016.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Après une hausse de 34,8% en 2015, les levées du Trésor sur le marché intérieur ont enregistré, en 2016, une baisse de 25% à 111,4 milliards de dirhams, en liaison avec une diminution de son besoin de financement et un recours plus important à l'extérieur. La structure des levées par maturité est demeurée quasi-inchangée par rapport à l'année précédente, avec des parts de 25% pour la maturité courte, contre 47% pour les bons à moyen terme et 28% pour ceux de long terme. Concernant les taux, ils ont connu une détente en 2016 par comparaison à 2015, sous l'effet de la décision de Bank Al-Maghrib d'abaisser son taux en mars 2016. Pour sa part, l'encours des bons du Trésor s'est chiffré à 490 milliards à fin 2016, en progression de 4,2% par rapport à fin 2015.

Au cours du mois de janvier 2017, les levées ont atteint 14,3 milliards, en hausse de près de 5 milliards par rapport à la moyenne mensuelle sur 2016, et ont porté à hauteur de 65% sur les maturités courtes avec des taux en légère hausse. Tenant compte d'un montant de remboursement de 6,5 milliards, l'encours des bons du Trésor a progressé de 2% par rapport à décembre 2016 pour atteindre 497,7 milliards de dirhams.

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



Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Après avoir atteint 56,8 milliards de dirhams en 2015, les émissions sur le marché de la dette privée sont revenues à 45,4 milliards de dirhams en 2016 et ont été réalisées à hauteur de 62% sous forme de certificats de dépôt. Tenant compte du montant des remboursements, l'encours des titres de dette privée s'est chiffré à 155,9 milliards, en baisse de 2,3% par rapport à l'année précédente.

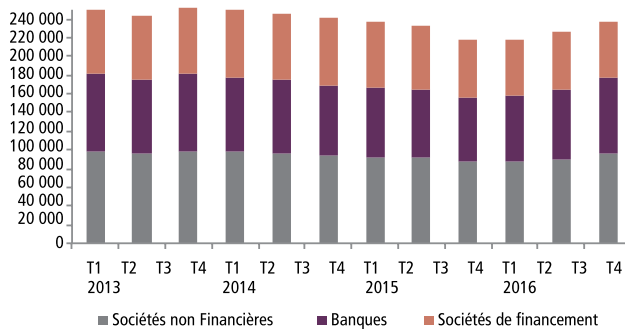
En ce qui concerne les levées des entreprises non financières, elles se sont établies à 4,5 milliards en 2016, dont 4,4 milliards sous forme de billets de trésorerie. Pour ce qui est des banques, les émissions ont atteint 36,8 milliards et ont porté à hauteur de 76,6% sur les certificats de dépôts, avec une dominance des maturités courtes. Tenant compte du montant de remboursement de 37,5 milliards de dirhams, l'encours des titres de dette privée émis par les banques s'est chiffré à 81 milliards à fin 2016, en accroissement de 11% par rapport à décembre 2015. Pour les sociétés de financement, les levées se sont chiffrées à 3,9 milliards de dirhams après 5 milliards en 2015. Au terme de 2016, l'encours des bons de sociétés de financement s'est établi à 11,6 milliards de dirhams, en baisse de 20% par rapport à fin décembre 2015.

En janvier 2017, les émissions des titres de dette privée ont atteint 2,6 milliards de dirhams, dont 1,1

³ Données arrêtées au 22 février 2017.

milliard sous forme de certificats de dépôt et 1,5 milliard d'obligations. Tenant compte du montant des remboursements, l'encours de ces titres s'est situé à 155 milliards, en baisse de 0,3% par rapport à décembre 2016.

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



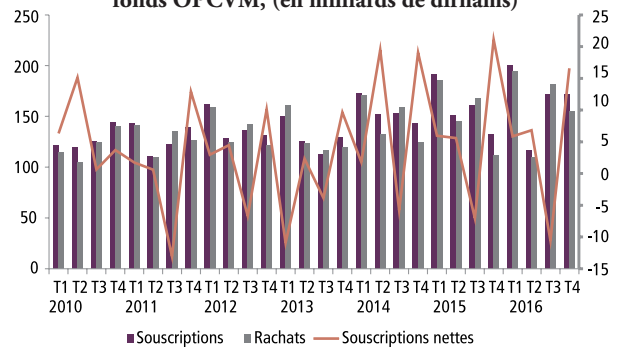
Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours de l'année 2016, les souscriptions aux titres OPCVM ont totalisé 729,1 milliards de dirhams et les rachats se sont établis à 702,7 milliards, soit une collecte nette de 26,4 milliards de dirhams. Compte tenu d'une performance annuelle de 8,8%, l'actif net des fonds OPCVM s'est établi à 375,6 milliards de dirhams en 2016, en augmentation de 13,8% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette évolution traduit des appréciations des actifs nets de l'ensemble des fonds, à l'exception de ceux contractuels qui ont accusé une baisse de 9%.

Au cours du mois de janvier, les souscriptions ressortent à 87,1 milliards et les rachats à 89,6 milliards, affichant un rachat net de 2,5 milliards de dirhams. Dans ces conditions et tenant compte d'une performance mensuelle de 1,5%, l'actif net des fonds OPCVM s'étant légèrement déprécié de 0,1% par rapport à décembre 2016.

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



Source : Autorité Marocaine des marchés des capitaux.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'ajustement budgétaire escompté par le Gouvernement au titre de l'exercice 2016 n'a pas été réalisé, marquant une rupture avec le processus d'assainissement entamé en 2013. Le déficit hors privatisation s'est en effet établi à 42,1 milliards, en dépassement de 5,5 milliards par rapport à la programmation de la loi de finances, et en augmentation de 2,1% comparativement à 2015. Ce résultat reflète en grande partie l'accélération des dépenses d'investissement, une réalisation des recettes en dons du CCG inférieure à la prévision de la loi de finances, et les moins-values constatées, particulièrement au niveau des recettes de la TVA à l'intérieur. Comparativement à l'année 2015, les dépenses ordinaires ont enregistré une quasi-stabilité, à la faveur de la contraction des autres biens et services et des intérêts sur la dette extérieure qui ont compensé la hausse des autres rubriques, en l'occurrence la masse salariale et les transferts aux collectivités territoriales. En regard, les recettes ordinaires ont progressé de 3,2%, consécutivement à l'amélioration des rentrées fiscales et la quasi-stabilité des recettes non fiscales. La dette publique directe est estimée ainsi à près de 65% du PIB à fin 2016, après 64,1% à fin 2015.

Pour ce qui est de l'exécution du premier mois de l'exercice 2017, elle s'est soldée par un excédent de 448 millions, au lieu d'un surplus de 116 millions en janvier 2016. Ces réalisations, effectuées sur la base du décret portant ouverture des crédits nécessaires à la marche des services publics et du décret relatif à la perception de certaines recettes publiés le 31 décembre 2016, font ressortir une augmentation plus importante des recettes par rapport à celle des dépenses. Ces dernières ont enregistré des hausses, à l'exception des autres biens et services et des dépenses d'investissement qui ont baissé. Le Trésor a réduit ses arriérés de paiements de 6,7 milliards, après leur accroissement de 5,2 milliards en 2016, ce qui a porté son besoin de financement à 6,2 milliards, contre 1,2 milliard à la même période de 2016. Il a eu recours aux ressources intérieures pour un total de 6,7 milliards afin de combler le déficit de caisse et le flux net extérieur négatif. Ainsi, la dette publique directe aurait augmenté de 1,1% par rapport à son niveau de décembre 2016. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles ressortent favorables comme en témoigne la baisse des taux moyens à l'émission de janvier 2017 par rapport à janvier 2016.

4.1 Recettes ordinaires

Le premier mois de l'exécution budgétaire de 2017 a fait ressortir une évolution favorable des recettes ordinaires comparativement à janvier 2016. Elles se sont améliorées de 5,7%, avec une hausse de 6,5% des recettes fiscales à 19,6 milliards et une baisse de 15,2% de celles non fiscales à 541 millions de dirhams. L'évolution favorable du produit fiscal est attribuable aux rentrées de la TVA et de la TIC sur les produits énergétiques, et dans une moindre mesure des impôts directs.

Le produit des impôts directs a augmenté de 1,5% à 5,9 milliards, reflétant un accroissement de 2% des recettes de l'IS à 1,5 milliard et de 0,7% à 4,3 milliards de celles de l'IR. L'évolution de l'IR incorpore notamment une baisse de 9,7% de l'IR sur les salaires servis par la

Direction des Dépenses de Personnel de la TGR à 651 millions et de 11,3% de l'IR sur les profits immobiliers à 315 millions.

Pour leur part, les impôts indirects ont enregistré une augmentation de 14,8% à près de 10 milliards de dirhams, reflétant essentiellement la progression de 14,3% des rentrées de la TVA à 7,8 milliards. En effet, le produit de la TVA à l'intérieur a connu une hausse de 14,4% à 3,9 milliards, tenant compte du remboursement de crédits TVA d'un montant de 228 millions contre 453 millions en janvier 2016. De même, les recettes de la TVA à l'importation ont crû de 14,2% à 3,9 milliards, reflétant une amélioration de 53,6% de la TVA sur les produits énergétiques et de 7,9% de celle sur les autres produits.

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

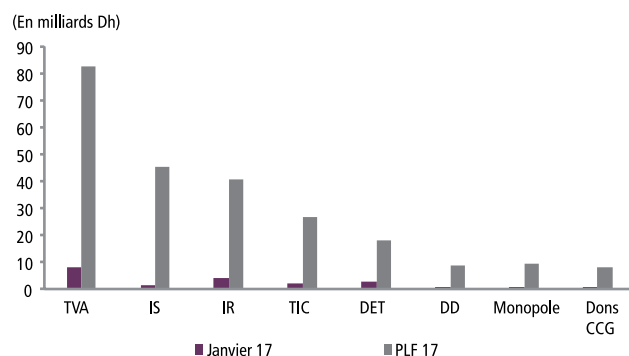
	Janv. 2016	Janv. 2017	Var en %	PLF 2017	Réalisation par rapport au PLF (%)
Recettes ordinaires	19,1	20,2	5,7	251,4	8,0
Recettes fiscales	18,4	19,6	6,5	225,8	8,7
- Impôts directs	5,8	5,9	1,5	89,4	6,6
Dont I.S	1,5	1,5	2,0	45,6	3,4
I.R	4,2	4,3	0,7	40,9	10,5
- Impôts indirects	8,7	10,0	14,8	109,4	9,1
TVA*	6,8	7,8	14,3	82,8	9,4
TIC	1,9	2,2	16,7	26,6	8,3
- Droits de douane	0,7	0,7	-7,8	8,9	7,5
- Enregistrement & timbre	3,2	3,0	-3,9	18,1	16,8
Recettes non fiscales**	0,6	0,5	-15,2	22,3	2,4
- Monopoles	0,0	0,0	-7,7	9,1	0,4
- Autres recettes	0,6	0,5	-15,6	13,2	3,8
dont Dons CCG	0,3	0,1	-75,5	8,0	1,0
Recettes des CST	0,0	0,0	-52,2	3,3	0,3

*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 TIC ont globalement connu une évolution favorable, drainant 2,2 milliards, en progression de 16,7%, consécutivement à l'amélioration des TIC sur les produits énergétiques de 48,3% à 1,3 milliard. En revanche, les TIC sur les tabacs ont accusé une baisse de 12,9% à 745 millions. Pour leur part, les droits de douane et ceux d'enregistrement et de timbre se sont dégradés de 7,8% et de 3,9%, respectivement, par rapport aux réalisations de janvier 2016.

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

Du côté des recettes non fiscales, elles ont affiché une baisse de 15,2%, marquées par l'encaissement de 78 millions de dirhams provenant des pays du CCG, contre 319 millions un an auparavant, et de 36 millions des recettes de monopoles provenant de Bank Al-Maghrib.

4.2 Dépenses publiques

Les dépenses globales se sont alourdies de 1,9% à 29,6 milliards par rapport à janvier 2016. Cette évolution recouvre principalement une augmentation de 3,7% des dépenses ordinaires à 18,3 milliards et un allègement de 0,9% des dépenses d'investissement à 11,3 milliards. Les dépenses des biens et services ont reculé de 2% à 13,2 milliards, reflétant un accroissement de 4,6% de la masse salariale à 8 milliards de dirhams, et une baisse de 10,6% des dépenses au titre des autres biens et services à 5,2 milliards, attribuable notamment à la baisse de 36,8% des transferts aux établissements publics à 1,2 milliard et de 46,5% des versements aux comptes spéciaux du Trésor à 245 millions du dirhams.

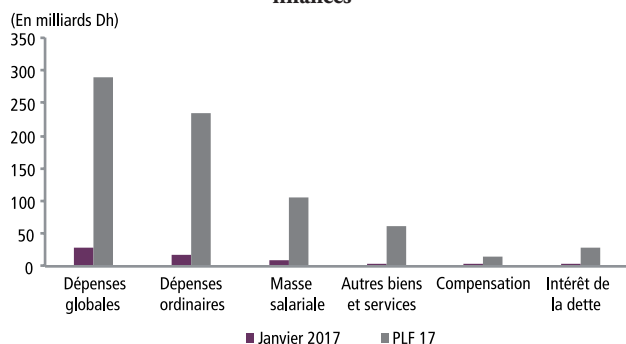
Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)*

	Janv. 2016	Janv. 2017	Variation En %	PLF 2017	Réalisation par rapport LF %
Dépenses globales	29,1	29,6	1,9	290,4	10,2
Dépenses ordinaires	17,6	18,3	3,7	234,8	7,8
Biens et services	13,5	13,2	-2,0	167,8	7,9
Personnel	7,7	8,0	4,6	106,7	7,5
Autres biens et services	5,8	5,2	-10,6	61,1	8,5
Intérêt de la dette	1,1	1,3	15,5	27,5	4,6
Compensation	1,0	1,5	46,1	14,7	10,1
Transferts aux CT	2,0	2,3	14,3	24,9	9,4
Investissement	11,4	11,3	-0,9	55,6	20,4

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

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

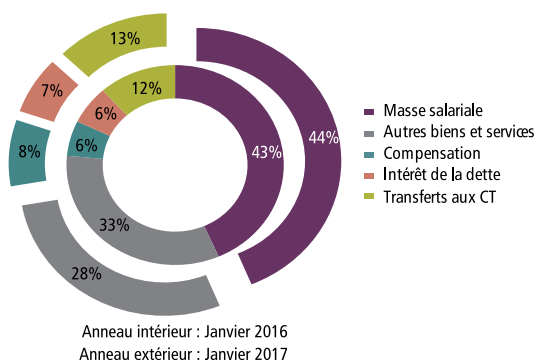
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

En outre, les charges en intérêts de la dette ont enregistré une hausse de 15,5% à 1,3 milliard, reflétant un accroissement de 14,5% des intérêts sur la dette intérieure et de 21,9% à 189 millions de ceux sur la dette extérieure.

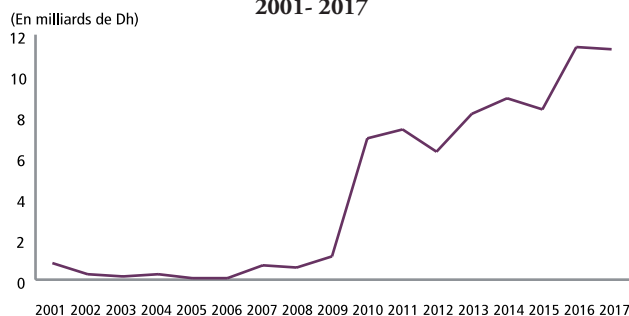
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



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

Concernant la charge de compensation, elle s'est alourdie de 46,1% à 1,5 milliard. Cette évolution s'explique en partie par la hausse de 71,9% du prix du gaz butane sur le marché international, qui a atteint un cours moyen de 490 \$/T en janvier 2017 au lieu 285 \$/T un an auparavant. De même, le cours de change du dirham par rapport au dollar s'est déprécié de 1,6%, passant en moyenne à 10,1 contre 9,9 à fin janvier 2016.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement du mois de janvier 2001- 2017



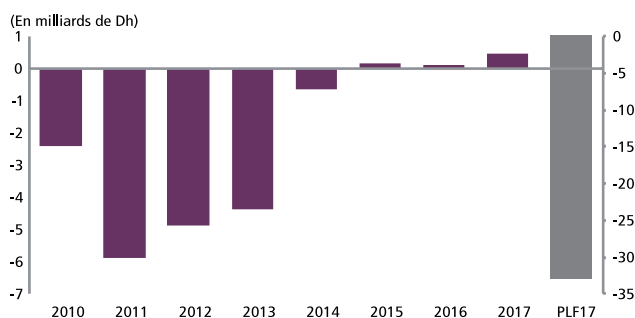
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Concernant les dépenses d'investissement, elles se sont atténuées de 0,9% à 11,3 milliards, consécutivement à la baisse de 10,1% des charges communes et à la hausse de 86,4% des dépenses des Ministères. Les charges communes d'investissement tiennent compte des transferts aux comptes spéciaux du Trésor d'un montant de 9,1 milliards contre 10,1 milliards à fin janvier 2016. Par rapport au montant de 55,6 milliards programmé dans la loi de finances, le flux de janvier représente 20,4%, soit un rythme élevé d'exécution.

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 9,9 milliards, en repli de 2% par rapport à janvier 2016, la situation des finances publiques s'est soldée par un surplus budgétaire de 448 millions, en amélioration de 332 millions. Le Trésor a réglé des arriérés de paiement d'un montant de 6,7 milliards de dirhams, réduisant son stock à près de 5,4 milliards¹, contre des règlements d'arriérés en janvier 2016 de 1,3 milliard. Par conséquent, le déficit de caisse ressort en nette détérioration de 5,1 milliards à 6,2 milliards.

Graphique 4.5 : Soldes budgétaires du mois de janvier



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

¹ Estimation de Bank Al-Maghrib sur la base des flux mensuels.

Le flux de financement net extérieur a été négatif à 458 millions en janvier 2017, au lieu d'un flux positif de 3,9 milliards en 2016. Ce dernier ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 6,7 milliards, contre un flux net négatif de 2,7 milliards en janvier 2016.

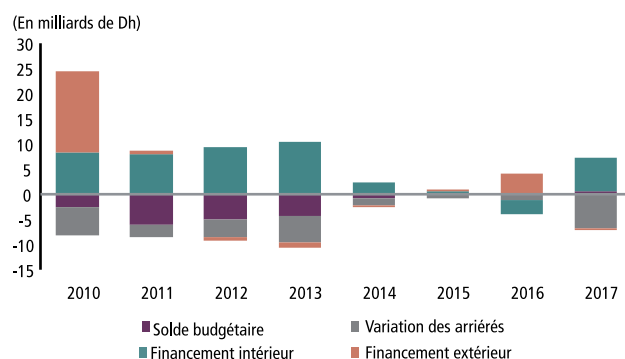
Tableau 4.3 : Financements des déficits (en milliards de dirhams)

	Janv. 2016	Janv. 2017	PLF 2017	Ecart absolu PLF/ janv.17
Solde ordinaire	1,4	1,9	16,6	14,7
Solde des CST	10,1	9,9	6,0	-3,9
Solde primaire	1,2	1,7	-5,5	-7,2
Solde budgétaire	0,1	0,4	-33,0	-33,4
Variation des arriérés	-1,3	-6,7	0,0	
Besoin de financement	-1,2	-6,2	-33,0	-26,7
Financement intérieur	-2,7	6,7	20,5	13,8
Financement extérieur	3,9	-0,5	12,5	13,0

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

Le recours au marché des adjudications a atteint 7,7 milliards, en hausse de 25,2% par rapport à janvier 2016. Les souscriptions nettes sur le marché des adjudications ont été effectuées principalement dans les bons à 13 semaines pour 7,7 milliards, dans les 52 semaines pour 8,5 milliards, et dans les bons à deux ans pour 6,7 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont concerné les bons à 26 semaines et à 10 ans pour 3,5 milliards et 1,2 milliard respectivement.

Graphique 4.6 : Soldes budgétaires et financements du mois de janvier 2010 - 2017*



* 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).

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications se sont améliorées entre janvier 2016 et le même mois de 2017. En effet, le taux moyen pondéré (TMP) des émissions sur les bons à 13 semaines ont baissé de 30 points de base (pdb) à 2,19%. Les taux appliqués aux bons du Trésor à 52 semaines ont également régressé, revenant de 2,57% à 2,33%, soit 24 pdb en moins. Pour les bons du Trésor à 2 ans et à 5 ans, leur TMP a diminué de 17 et 18 pdb, à 2,53% et 2,89%, respectivement. Au total, les TMP des maturités émises en janvier 2017 par rapport aux TMP de ces mêmes maturités en janvier 2016 sont en baisse de 22 pdb à 2,48% en moyenne.

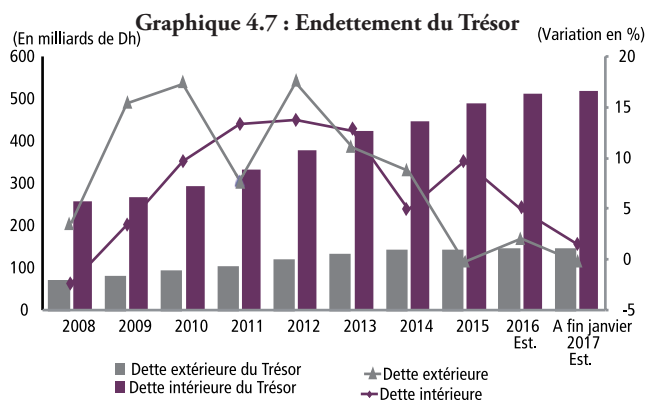
Tableau 4.4 : Perspectives d'endettement du Trésor (en milliards de dirhams)

	2012	2013	2014	2015	2016	A fin janv. 2017 Est*
Dette extérieure du Trésor	116,9	129,8	141,1	140,8	143,6	143,1
Var en %	17,4	11,1	8,7	-0,2	2,0	-0,3
Dette intérieure du Trésor	376,8	424,5	445,5	488,4	512,1	519,8
Var en %	13,7	12,6	5,0	9,6	4,8	1,5
Encours de la dette directe	493,7	554,3	586,6	629,2	655,7	662,9
Var en %	14,6	12,3	5,8	7,3	4,2	1,1

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

Pour la dette à fin janvier 2017, les estimations se basent 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 1,1% à fin janvier 2017, par rapport au niveau de fin décembre 2016. Cette évolution reflète une régression de 0,3% de la composante extérieure et une hausse de 1,5% de celle intérieure.



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

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire de l'année 2016

L'exécution budgétaire de l'année 2016 a fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 42,1 milliards de dirhams, soit 4,2% du PIB, en creusement de 2,1% par rapport à 2015, et en dépassement de 5,5 milliards de la cible de la loi de finances 2016. Ce résultat reflète en partie l'accélération des dépenses, exécutées avec une ampleur supérieure à celle des recettes ordinaires et la relative faible réalisation des recettes en dons du CCG. Les recettes ordinaires ont progressé de 3,2%, reflétant la bonne tenue des rentrées fiscales. De leur côté, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 104 millions, soit une quasi-stagnation par rapport à leur niveau à fin décembre 2015. Le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 17,8 milliards au lieu de 10,3 milliards. Pour sa part, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif à 3,4 milliards, en baisse de 53%.

Avec un taux d'exécution de 98,6%, les recettes fiscales ont atteint 212,4 milliards, en amélioration de 3,8% par rapport à l'année 2015. Les recettes des impôts directs, réalisées à hauteur de 99,2%, se sont améliorées de 4,9% à 84,8 milliards, recouvrant principalement une hausse de 5,4% des rentrées de l'IR à 38,7 milliards et de 5,2% de l'IS à 43,2 milliards. Dans le même sens, les recettes des impôts indirects ont drainé 101,9 milliards, en progression de 1,9%, incorporant des augmentations de 1,5% des recettes de la TVA à 75,8 milliards et de 3% de celles de la TIC à 26,1 milliards. L'évolution de ces dernières recouvre la hausse de

Tableau E 4.1.1: Exécutions budgétaires de 2016

	2015	2016	Ecart		Exécution /LF 2016
			en %	en valeur	
Recettes ordinaires	233,5	241,1	3,2	7,6	98,0
Recettes fiscales*	204,6	212,4	3,8	7,7	98,6
- Impôts directs	80,8	84,8	4,9	4,0	99,2
Dont I.S	41,1	43,2	5,2	2,2	97,7
I.R	36,7	38,7	5,4	2,0	100,1
- Impôts indirects	100,0	101,9	1,9	1,9	97,2
TVA	74,6	75,8	1,5	1,1	95,6
TIC	25,4	26,1	3,0	0,8	102,9
- Droits de douane	7,7	9,1	17,6	1,4	114,8
- Enregistrement & timbre	16,1	16,6	3,1	0,5	96
Recettes non fiscales	25,5	25,4	-0,4	-0,1	93,5
- Monopoles	9,0	8,2	-8,6	-0,8	98,3
- Autres recettes	16,5	17,2	4	0,7	91,4
Y.c. Dons CCG	3,7	7,2	94,6	3,5	55,6
Recettes decertaines CST	3,4	3,3	-1,5	-0,1	100,7
Dépenses globales	281,9	286,6	1,7	4,7	99,3
Dépenses ordinaires	223,2	223,3	0,0	0,1	94,9
Biens et services	159,6	159,4	-0,1	-0,2	95
Personnel	103,0	104,3	1,3	1,4	97,7
Autres biens et services	56,6	55,1	-2,7	-1,5	90,2
Intérêts de la dette publique	27,3	27,1	-0,7	-0,2	95,8
Compensation	14,0	14,1	0,9	0,1	90,7
Transferts aux CT	22,4	22,7	1,5	0,3	95,6
Solde ordinaire	10,3	17,8		8,0	
Investissement	58,7	63,2	7,8	4,6	119
Solde des CST	7,2	3,4		-3,8	
Solde budgétaire	-41,2	-42,1	2,1	-0,9	
En points du PIB	4,2	4,2			
Solde primaire	-13,9	-15,0		-9,9	
Variation des arriérés	-5,1	5,2			
Solde de financement	-46,3	-36,9		9,3	
Financement intérieur	45,9	32,6		-13,3	
Financement extérieur	0,3	2,8		2,5	
Privatisation	0,0	1,5			

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

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.

- Le PIB de 2016 est estimé par BAM.

- Chiffres en milliards de dirhams, sauf indication contraire.

8,6% des recettes des TIC sur les tabacs manufacturés à 9,3 milliards de dirhams et le léger repli de 0,6% des TIC sur les produits énergétiques à 15,2 milliards. En ce qui concerne la TVA, le produit de celle à l'importation a augmenté de 4,6% à 47,9 milliards, alors que celui de la TVA à l'intérieur a baissé de 3,3% à 27,9 milliards. L'évolution de cette dernière tient compte des remboursements pour un montant de 8,1 milliards contre 5,3 milliards en 2015. De leur côté, les recettes perçues au titre des droits de douane se sont raffermies de 17,6% et se sont concrétisées à hauteur de 114,8% pour s'élever à 9,1 milliards. De même, les recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre ont bondi de 3,1% et ont été réalisées à hauteur de 96% pour atteindre 16,6 milliards.

S'agissant des recettes non fiscales, hors privatisation, elles ont enregistré une légère baisse de 0,4% à 25,4 milliards, exécutées ainsi à hauteur de 93,5%. Les dons reçus des pays du CCG en particulier, ont atteint 7,2 milliards, en hausse de 94,6%, mais inférieur de 44,3% aux prévisions de la loi de finances. En revanche, les recettes du monopole et de participations se sont repliées de 8,6% à 8,2 milliards, soit un taux d'exécution de 98,3%, provenant principalement de l'OCP à hauteur de 2 milliards, de Maroc Télécom pour 1,4 milliard, de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière pour 1,5 milliard, de Marsa Maroc pour 750 millions et de Bank Al-Maghrib pour 435 millions.

En parallèle, les dépenses globales ont été exécutées à hauteur de 99,3% de la loi de finances. Elles se sont alourdies de 1,7% à 286,6 milliards, reflétant un accroissement de 7,8% des dépenses d'investissement à 63,2 milliards. En parallèle, l'exécution des dépenses ordinaires a été maîtrisée par rapport aux prévisions de la LF à 94,9%, pour s'établir à 223,3 milliards, en quasi stabilité par rapport à 2015. Cette évolution reflète essentiellement le recul des dépenses de fonctionnement de 0,1% à 159,4 milliards, traduisant une baisse de 2,7% des dépenses des autres biens et services à 55,1 milliards, et une hausse de 1,3% de la masse salariale à 104,3 milliards. La progression de celle-ci incorpore des accroissements de 0,7% de la masse salariale structurelle et de 13,2% des rappels. S'agissant des charges afférentes aux intérêts de la dette, elles ont accusé un léger repli de 0,7% à 27,1 milliards, soit un taux d'exécution de 95,8%, recouvrant un repli de 5,1% des intérêts de la dette extérieure et une quasi-stabilité de ceux de la dette intérieure. La charge de compensation, quant à elle, s'est alourdie de 0,9% à 14,1 milliards, soit un taux d'exécution de 90,7%.

Compte tenu d'une constitution des arriérés de paiement pour un montant de 5,2 milliards, le Trésor a enregistré un besoin de financement de 36,9 milliards, en atténuation de 20,2% par rapport à décembre 2015. Outre les ressources de privatisation de 1,5 milliard, ce besoin a été couvert principalement par des ressources intérieures à hauteur 32,6 milliards, dont 23,7 milliards sous forme d'émission de dettes, contre 42,9 milliards en 2015. Le flux de financement extérieur s'est élevé à 2,8 milliards, contre un flux quasi-nul un an auparavant, avec des remboursements de 7,6 milliards et des tirages de 10,4 milliards.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

L'activité nationale aurait marqué une croissance de 1,1% sur l'ensemble de l'année 2016, reflétant une progression de 1% sur les trois premiers trimestres, et une croissance autour de 1,3% au quatrième trimestre. Compte tenu des indicateurs disponibles, la croissance devrait s'établir autour de 3,5% au premier trimestre 2017, à la faveur d'une contribution positive des exportations nettes et de la consolidation de l'accroissement de la demande intérieure.

Du côté de l'offre, compte tenu de la forte contraction de la production céréalière et de la baisse des productions des maraichages et des légumineuses, le recul de la valeur ajoutée agricole se serait établi à 10,1% en 2016, tandis que la croissance du PIB non agricole devrait se stabiliser autour de 2,5%. Pour le premier trimestre de 2017, la croissance économique devrait être portée essentiellement par les perspectives d'une bonne campagne agricole, les activités non agricoles devraient ralentir légèrement à 2,4% après 2,5% le trimestre précédent.

Sur le marché du travail, la situation a été caractérisée au cours de l'année 2016, par une perte nette de 37.000 emplois et un repli sensible d'un point de pourcentage à 46,4% du taux d'activité, ce qui a engendré un léger repli de 9,7% à 9,4% du taux de chômage. Concernant les coûts du travail, les dernières données disponibles du troisième trimestre indiquent un accroissement en glissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 2,1% après 2,2% en termes nominaux et une stabilisation à 0,3% en termes réels.

Dans ces conditions, l'output-gap serait resté négatif mais proche de zéro au cours du quatrième trimestre 2016 et du premier trimestre 2017.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Sur l'ensemble de l'année 2016, la consommation des ménages aurait enregistré une croissance autour de 2,7% contre 2,4% en 2015. Cette évolution tient compte d'une réalisation de 2,6% en moyenne sur les trois premiers trimestres et d'une prévision de 2,8% au quatrième trimestre, corroborée par une hausse de 5,4% des crédits à la consommation et de 14% des importations de biens de consommation.

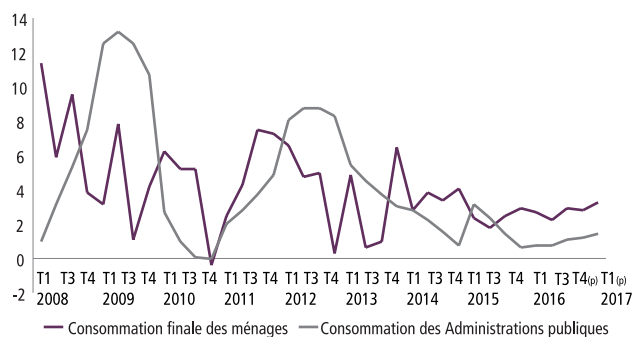
Au premier trimestre 2017, la consommation finale des ménages devrait croître à un rythme supérieur, portée notamment par une amélioration des revenus agricoles et un relatif redressement de ceux non agricoles.

Concernant, la consommation finale des Administrations publiques, son rythme d'accroissement aurait connu une légère accélération de 1,2% au quatrième trimestre 2016, après une augmentation de 0,9% en moyenne sur les trois premiers trimestres, ramenant

ainsi sa croissance de 1,9% en 2015 à 1% en moyenne en 2016. Sa contribution à la croissance aurait été de l'ordre de 0,2 point de pourcentage en 2016 contre 0,4 point un an auparavant.

Au premier trimestre 2017, la consommation finale des Administrations publiques devrait maintenir sa tendance haussière, avec une progression prévue autour de 1,4%.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

5.1.2 Investissement

L'année 2016 aurait été marquée par une progression de 6% de l'investissement après deux baisses successives de 3,4% et 2,7% respectivement en 2014 et 2015. Au quatrième trimestre 2016, il aurait affiché une croissance de 7% contre un repli de 0,7% une année auparavant.

Au premier trimestre 2017, la hausse de l'investissement serait marquée par un ralentissement à 3,5%, en relation avec une moindre constitution des stocks ainsi qu'une évolution moins importante de l'investissement public.

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 stagnation au quatrième trimestre, avec une hausse des commandes globales mais qui ne permet toujours pas de retrouver leur niveau normal. En outre, les industriels tablent sur une progression au premier trimestre des dépenses d'investissement dans l'ensemble des branches d'activité.

5.2 Demande extérieure

Après une contribution positive de 3,5 points de pourcentage en 2015, la demande extérieure aurait participé négativement à la croissance du PIB en 2016.

Au quatrième trimestre 2016, les exportations nettes ont maintenu une contribution négative à la croissance, avec des progressions de 9,6% des importations et de 3,9% des exportations.

Au total, avec un rythme moyen de 1% sur les trois premiers trimestres, la croissance du PIB se serait située autour de 1,3% au quatrième trimestre, portant ainsi la croissance économique à 1,1% sur l'ensemble de l'année 2016, soit le taux le plus faible depuis le début des années 2000.

Au premier trimestre 2017 et compte tenu d'un rebond des activités des exportations agricoles et d'une amélioration des exportations de phosphates et dérivés, notamment des engrais, ainsi que d'une décélération des importations en biens d'équipement, la demande extérieure devrait contribuer positivement à la croissance.

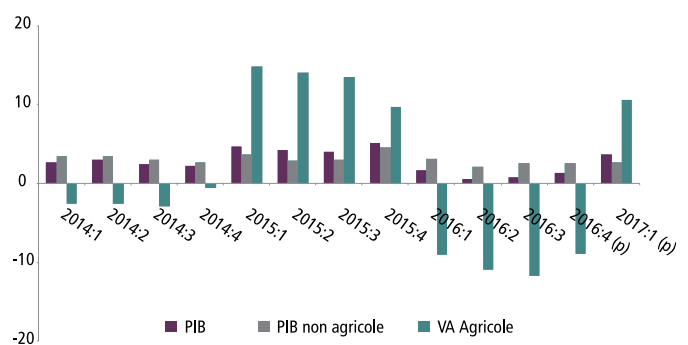
5.3 Offre globale

Au quatrième trimestre 2016, la valeur ajoutée agricole aurait accusé un nouveau recul de 8,9% après 11,7% le trimestre précédent, continuant de pâtir de la forte contraction de la production céréalière ainsi que du recul des productions de maraichages et des légumineuses dont l'impact n'a été que partiellement atténué par l'amélioration des autres cultures.

Pour les activités non agricoles, l'accroissement de leur valeur ajoutée se serait quasiment stabilisé autour de 1,8% au quatrième trimestre 2016. Tenant compte d'une hausse estimée à 6,8% des impôts sur les produits nets de subventions, la croissance du PIB non agricole se serait établie au même rythme observé au troisième trimestre, soit de 2,5%.

La croissance du PIB devra ainsi s'accélérer légèrement à 1,3% après 0,8% au troisième trimestre 2016 et 0,5% au deuxième trimestre, soit le taux le plus faible depuis le premier trimestre 2007.

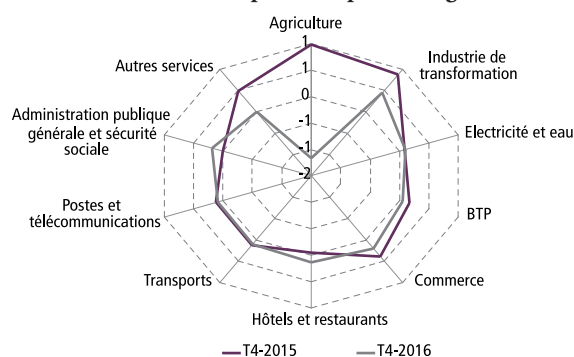
Graphique 5.2 : Evolution en glissement annuel du PIB (prix chaînés, en %)



Sources : HCP et prévisions BAM.

Par secteur, la valeur ajoutée des activités secondaires aurait progressé au quatrième trimestre 2016 de 1,9% après 0,9% le trimestre précédent, sous l'effet de l'accélération de 0,8% à 2,2% de la progression de celle des industries de transformation et de la hausse de 2% après un repli de 1,4% de l'activité minière. La branche "électricité" aurait connu, en revanche, un ralentissement de son rythme de progression, revenant de 3,9% à 3,5%, traduisant celle de la production d'électricité locale de 5,4% à 3,3%, elle-même liée à la contraction de la production hydraulique de 19,4%. L'activité dans le BTP demeure, pour sa part, faible avec une croissance ne devant pas dépasser 0,8%.

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



Sources : HCP et prévisions BAM.

Concernant les activités tertiaires, elles auraient ralenti à 1,8% après une croissance de 2,5% au troisième trimestre. Cette évolution serait imputable à la décélération de 7,7% à 5,1% de la croissance du secteur du tourisme et de 3,5% à 3,2% de celui des postes et télécommunications. Pour sa part, la branche "commerce" aurait maintenu sa croissance de 1,9% observée au troisième trimestre.

Au total, pour l'ensemble de l'année 2016, la croissance économique aurait nettement ralenti, revenant de 4,5% en 2015 à 1,1%, recouvrant une contraction de 10,1% après une hausse de 12,8% de la valeur ajoutée agricole et une décélération de 3,5% à 2,5% de la croissance non agricole.

Pour le premier trimestre de l'année 2017, la croissance du PIB devrait s'établir à 3,5%, portée

par les perspectives d'une bonne campagne agricole et l'amélioration des autres cultures végétales, sous l'effet des conditions climatiques favorables, et d'une hausse de 2,4% des activités non agricoles, à la faveur notamment de la poursuite de l'amélioration des activités industrielle, minière, commerciales et des postes et télécommunications.

5.4 Marché du travail et capacités de production¹

5.4.1 Activité et emploi

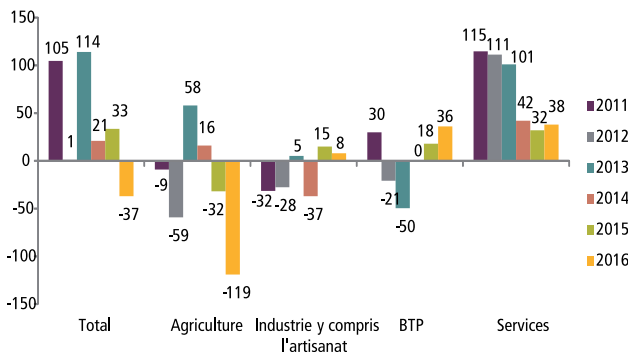
L'année 2016 a été caractérisée par un repli de 0,7% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 11,74 millions de personnes, soit la première baisse depuis 2002². Cette évolution a été plus marquée en zones rurales avec un repli de 1,1% contre 0,3% en milieu urbain. Tenant compte de la croissance de la population en âge d'activité, le taux d'activité a poursuivi son recul à un rythme plus important, revenant de 47,4% à 46,4% au niveau national, de 41,4% à 40,5% dans les villes et de 56,7% à 55,7% en milieu rural.

En parallèle, l'économie marocaine a accusé une perte de 37.000 postes, résultat d'une diminution de 63.000 emplois en zones rurales et d'une création de 26.000 postes en milieu urbain. La population active occupée a ainsi connu une diminution de 0,3% et le taux d'emploi a sensiblement régressé de 0,8 point à 42%, de 0,5 point à 34,9% en milieu urbain et d'un point à 53,4% en zones rurales.

Par secteur d'activité, les services, principaux pourvoyeur d'emplois, n'ont créés que 38.000 postes, suivis du BTP avec 36.000 postes et l'industrie y compris l'artisanat avec seulement 8.000 postes. En revanche, l'emploi dans l'agriculture, forêt et pêche a baissé pour la deuxième année consécutive, avec une perte importante de 119.000 postes.

¹ Cette partie a porté sur l'analyse annuelle de la situation du marché de travail, en raison de la non-publication des données relatives au quatrième trimestre 2016.

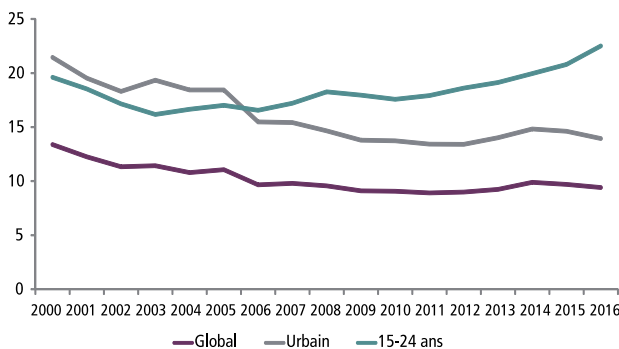
² Les données sur la population active âgée de 15 ans et plus sont issues des rapports détaillés du HCP entre 1999 et 2013.

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 s'est de nouveau repliée, avec une baisse de 3,7% à 1,1 million de personnes. Tenant compte de la diminution de la population active, le taux de chômage a affiché une apparente amélioration, revenant de 9,7% à 9,4% au niveau national. Ce recul a concerné exclusivement le milieu urbain avec un taux revenant de 14,6% à 13,9%, il s'est en revanche accru de 4,1% à 4,2% en zones rurales. Pour les jeunes âgés de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est de nouveau aggravé passant de 20,8% à 22,5% au niveau national et de 39% à 41% dans les villes.

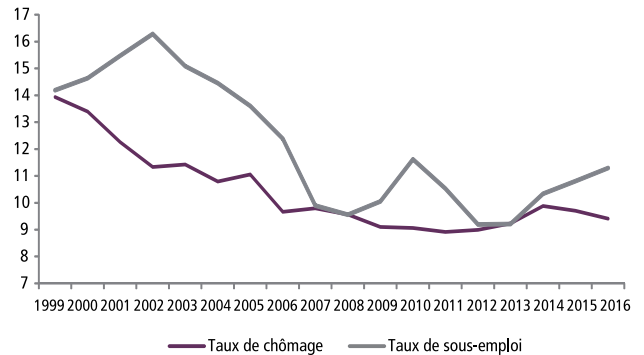
Graphique 5.5 : Evolution du taux de chômage (en %)

Source : HCP.

S'agissant du sous-emploi³, son taux s'est de nouveau accru de 0,5 point pour se situer à 11,3% contre

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

10,8% un an auparavant. Cette évolution recouvre une hausse de 0,3 point à 10,2% en milieu urbain et de 0,6 point à 12,4% en zones rurales.

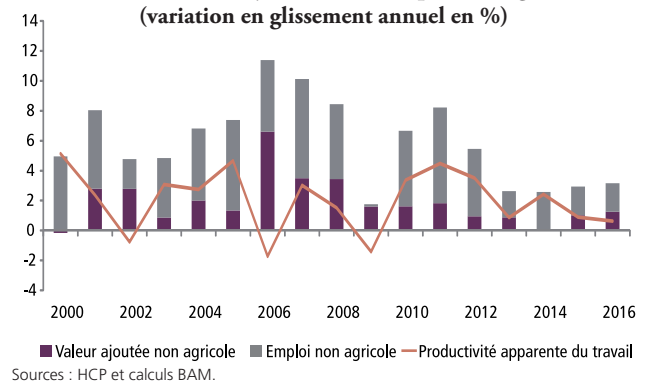
Graphique 5.6 : Evolution du taux de chômage et du taux de sous-emploi (en %)

Source : HCP.

Par secteur, à l'exception des services où il a stagné à 10,1%, le taux de sous-emploi a connu une hausse de 1,6 point à 18,5% dans le BTP, de 0,8 point à 11,6% dans l'agriculture et de 0,7 point à 8,9% dans l'industrie y compris l'artisanat.

3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles⁴ a ralenti, avec un rythme de progression revenant de 0,9% en 2015 à 0,6% en 2016, résultat de la stabilité de la croissance non agricole à 1,9% et d'une accélération de la hausse de l'emploi agricole de 1% à 1,3%.

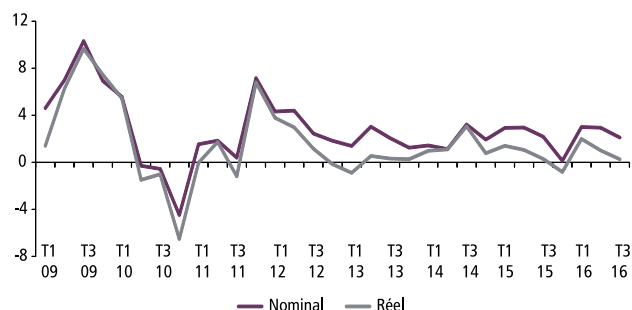
Graphique 5.7 : Evolution de la productivité apparente de travail, de la valeur ajoutée et de l'emploi non agricoles (variation en glissement annuel en %)

Sources : HCP et calculs BAM.

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

Pour ce qui est des coûts salariaux, les dernières données de la CNSS relatives au troisième trimestre montrent une augmentation de l'indice des salaires moyens de 2,1% après 2,2% en termes nominaux et une stabilisation de son rythme d'accroissement à 0,3% en termes réels.

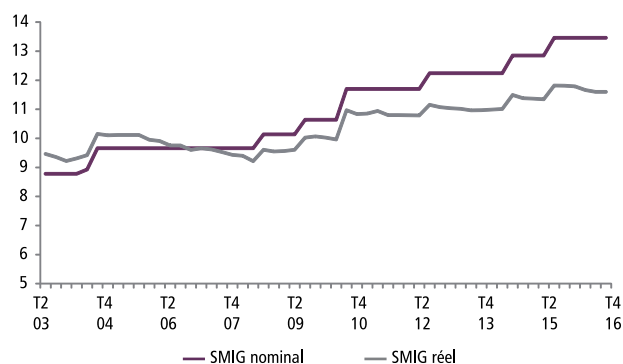
Graphique 5.8 : Evolution de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour ce qui est du SMIG, il s'est maintenu à 11,46 dh/h en termes nominaux au quatrième trimestre 2016. Tenant compte d'un accroissement de 1,8% de l'indice des prix à la consommation, il a accusé, en termes réels, une baisse de 1,8% en glissement annuel et devrait diminuer de 1,6% au premier trimestre 2017.

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.

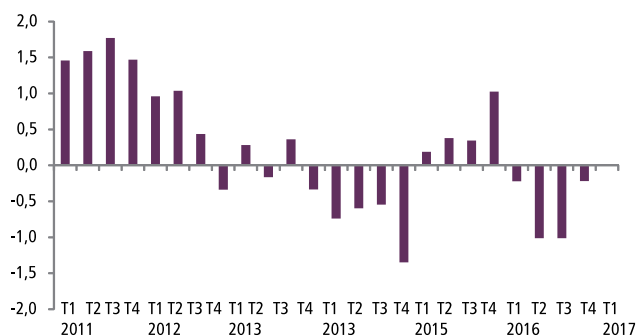
Tableau 5.1 : Evolution des principaux indicateurs du marché de travail

	2015	2016	
Taux d'activité (en %)	47,4	46,4	
Urbain	41,4	40,5	
Rural	56,7	55,7	
Taux de chômage (en %)	9,7	9,4	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	20,8	22,5	
Urbain	14,6	13,9	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	39,0	41,0	
Rural	4,1	4,2	
Créations d'emplois (en milliers)	33	-37,0	
Urbain	29	26	
Rural	4	-63	
Secteurs			
- Agriculture	-32	-119	
- Industrie y compris l'artisanat	15	8	
- BTP	18	36	
- Services	32	38	
Productivité apparente non agricole (variation en %)	0,9	0,6	
	T3 2015	T3 2016	
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	2,2	2,1
	Réel	0,3	0,3

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

Au total, l'output gap devrait rester proche de zéro au cours du quatrième trimestre 2016 et du premier trimestre 2017 selon les prévisions de Bank Al-Maghrib.

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



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

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la Politique Monétaire, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, a légèrement décéléré de 1,9% au troisième trimestre à 1,8% au quatrième trimestre 2016, et en ressort à 1,6% en moyenne en 2016. En janvier 2017, elle s'est accélérée à 2,1%, en raison de l'augmentation des prix des carburants et lubrifiants, et dans une moindre mesure, de l'accroissement de l'inflation sous-jacente et de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils. En effet, les prix des carburants et lubrifiants ont augmenté de 19,4% en janvier après 9,9% au dernier trimestre de l'année précédente, en lien avec la reprise des cours internationaux de pétrole. Dans le même sens, l'inflation des produits alimentaires à prix volatils a enregistré un léger accroissement de 5,9% à 6,3%, tirée principalement par les conditions climatiques défavorables qui ont entravé le développement de certaines productions, notamment, les légumes frais. Parallèlement, l'inflation sous-jacente s'est légèrement accélérée de 1% à 1,2%, en relation avec l'évolution des prix des produits alimentaires particulièrement les huiles et les viandes fraîches. De son côté, l'inflation des produits réglementés est restée stable à 0,6%.

A court terme, l'inflation devrait ralentir à 1,3% au premier trimestre 2017, la décélération du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils devant plus que compenser l'accélération de l'inflation sous-jacente et l'augmentation des prix des carburants et lubrifiants.

6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation est passée de 1,8% en moyenne au quatrième trimestre 2016 à 2,1% en janvier 2017. Cette accélération du rythme de progression des prix a concerné l'ensemble de ses composantes, à l'exception des produits réglementés dont le rythme est resté stable.

L'accroissement des prix des carburants s'est accentué de 9,9% à 19,4%, en relation avec la progression des cours internationaux des produits pétroliers. Parallèlement, la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils a enregistré une légère accélération de 5,9% à 6,3%, suite notamment au renchérissement des légumes frais, lié lui-même aux conditions climatiques défavorables qui ont impacté le développement de certaines productions.

De leur côté, les tarifs des produits et services réglementés ont maintenu leur rythme de progression inchangé à 0,6%, en relation principalement avec l'entrée en application d'une nouvelle augmentation des tarifs de l'électricité dans le cadre du contrat programme établi entre l'Etat et l'ONEE.

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

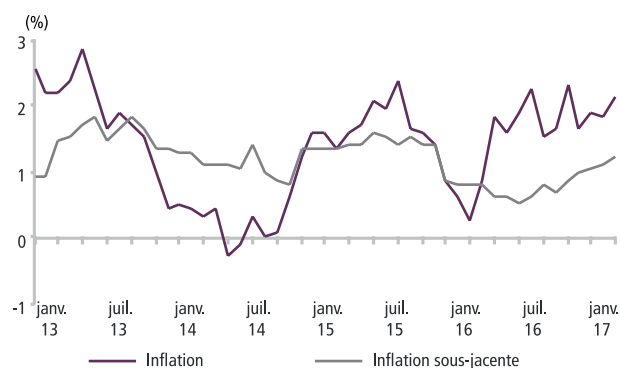


Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel			
	nov. 16	déc. 16	janv. 17	nov. 16	déc. 16	2016	janv. 17
Inflation	-0,3	-0,1	0,2	1,9	1,8	1,6	2,1
- Produits alimentaires à prix volatils	-2,7	-0,8	-1,0	6,6	5,7	7,5	6,3
- Carburants et lubrifiants	0,7	0,3	4,6	10,2	11,5	-1,7	19,4
- Produits réglementés	0,0	0,1	0,5	0,6	0,7	0,8	0,6
Inflation sous-jacente	0,3	0,1	0,2	1,0	1,1	0,8	1,2
- Produits alimentaires	0,2	0,1	0,5	1,1	1,1	0,6	1,6
- Articles d'habillement et chaussures	0,2	0,3	0,2	0,8	0,8	1,1	1,0
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,3	0,0	0,1	0,9	0,9	1,0	1,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,0	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
- Santé*	0,1	-0,1	0,0	0,5	0,0	1,0	0,2
- Transport*	0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,3	-0,1
- Communication	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	-0,1	1,9	1,9	1,6	1,6
- Enseignement	0,1	0,0	0,0	2,9	2,9	2,3	2,9
- Restaurants et hôtels	0,2	0,2	0,0	2,6	2,5	2,5	2,5
- Biens et services divers	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	0,4

* Hors produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

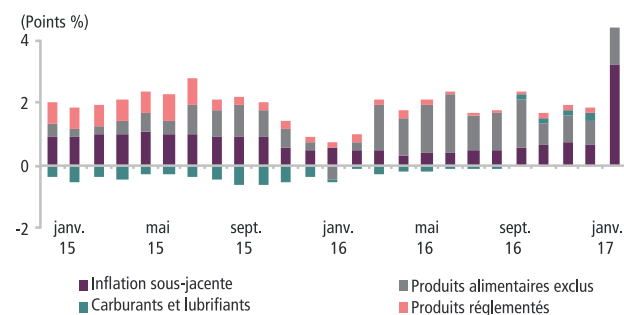
Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente s'est légèrement accélérée de 1% au quatrième trimestre 2016 à 1,2% en janvier, en raison du renchérissement des huiles et des viandes fraîches.

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

Comparativement aux progressions enregistrées au deuxième et troisième trimestres 2016, l'inflation des produits alimentaires à prix volatils s'est maintenue à des niveaux relativement modérés entre octobre 2016 et janvier 2017 sous l'effet de l'atténuation de l'intensité des chocs d'offre sur ces produits. Leur rythme d'accroissement est ainsi revenu de 9,5% au troisième trimestre 2016 à 5,9% au quatrième trimestre, avant d'enregistrer une légère accélération à 6,3% en janvier 2017. Cette évolution a concerné notamment les prix

des légumes frais dont le rythme de progression est passé de 8% et 5,8% à 14,6%, suite principalement aux conditions climatiques défavorables qui ont impacté le développement de certaines productions. La contribution de ces produits à l'inflation a reculé de 1,3 au troisième trimestre à 0,8 point de pourcentage au quatrième trimestre et en janvier 2017.

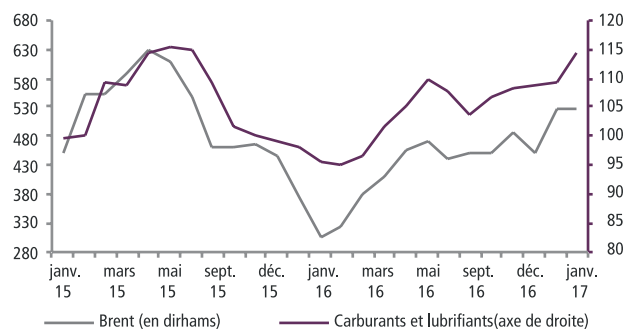
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

Dans le même sens, le rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants s'est accentué de 9,9% au dernier trimestre de 2016 à 19,4% en janvier, reflétant principalement l'impact de la progression des cours internationaux des produits pétroliers. En effet, les cours du Brent ont augmenté de 78% en janvier par rapport à leur niveau historiquement bas enregistré à la même période de l'année précédente.

Pour sa part, l'augmentation des tarifs des produits réglementés s'est maintenue en janvier à son niveau observé au quatrième trimestre 2017, soit 0,6%. Cette progression reflète principalement le relèvement de 2,7% après celui de 2,4% en janvier 2016 des tarifs de l'électricité instauré dans le cadre du contrat programme entre l'Etat et l'ONEE.

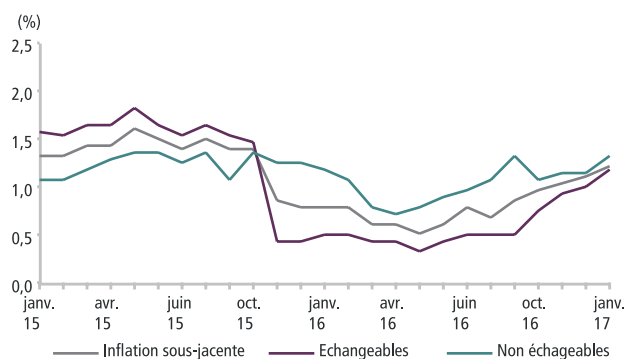
Graphique 6.3 : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants

Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'accélération de l'inflation sous-jacente de 1% au quatrième trimestre à 1,2% en janvier résulte d'une hausse du rythme d'accroissement des prix aussi bien des produits échangeables et que de ceux non échangeables.

En effet, l'inflation des biens échangeables a progressé de 0,9% au quatrième trimestre à 1,2% en janvier, sous l'effet essentiellement de l'augmentation des prix des huiles. La contribution des biens échangeables à l'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à 0,6 point de pourcentage au lieu de 0,5 point.

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

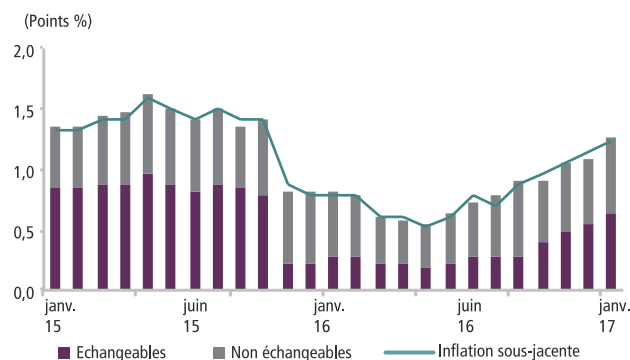
Sources : HCP et calculs BAM.

Pour sa part, l'inflation des biens non échangeables est passée de 1,2% à 1,3%, reflétant notamment la progression de 0,4% après la baisse de 0,5% des prix des viandes fraîches. La contribution des biens non échangeables à l'inflation sous-jacente est passée de 0,5 à 0,6 point de pourcentage.

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

(En %)	Evolution en glissement mensuel			Evolution en glissement annuel		
	nov. 16	déc. 16	janv. 17	nov. 16	déc. 16	janv. 17
Biens échangeables	0,2	0,2	0,3	0,9	1,0	1,2
Biens non échangeables	0,1	0,0	0,2	1,2	1,2	1,3
Inflation sous-jacente	0,3	0,1	0,2	1,0	1,1	1,2

Sources : HCP et calculs BAM.

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

Sources : BAM.

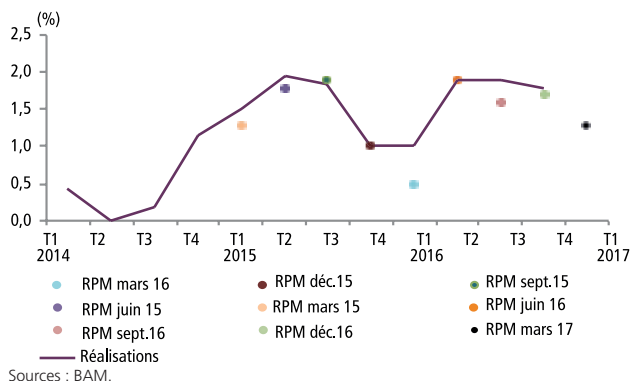
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

La décélération de l'inflation durant l'année 2017 prévue dans le RPM de décembre dernier, devrait être ressentie à partir du premier trimestre. Ainsi, elle devrait ralentir à 1,3% au lieu de 1,8% au quatrième trimestre 2016. Cette évolution serait liée à une forte baisse du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils, en raison de leur niveau relativement élevé une année auparavant sous l'effet

du choc ayant impacté négativement l'offre de certains produits durant cette période.

Ce recul devrait être atténué par l'accélération prévue des prix des carburants et lubrifiants parallèlement à la hausse projetée des cours des produits énergétiques. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait s'accroître et les tarifs des produits réglementés devraient évoluer à un rythme légèrement supérieur à celui observé une année auparavant suite à l'application, à partir de janvier, de la nouvelle augmentation des tarifs de l'électricité.

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



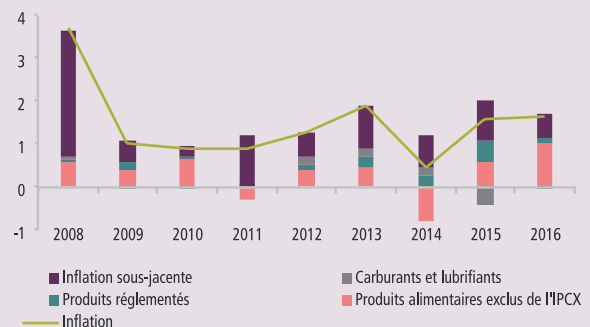
Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2016

L'inflation mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation s'est établie à 1,6% en 2016, inchangée par rapport à 2015 et en ligne avec sa tendance de long terme. Par composante, cette stagnation recouvre des évolutions contrastées. Ainsi, après une augmentation de 4,3% en 2015, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont progressé de 7,5%, soit le taux de plus élevé des huit dernières années. Cette accélération est imputable à l'avènement, au cours de l'année, de chocs successifs impactant négativement l'offre de trois groupes de produits frais, en l'occurrence les « légumes frais », les « œufs » et les « volailles et lapins ». Pour leur part, et en lien avec l'inversement,

dès le début de l'année, de la tendance baissière des cours internationaux des produits pétroliers, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est fortement atténué, passant de 16,1% à 1,7%.

L'impact inflationniste de l'évolution des prix de ces deux composantes a été neutralisé, par le ralentissement de l'inflation des produits réglementés et de l'inflation sous-jacente suite, principalement, à des effets de base. Ainsi, en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales portant sur les tarifs des produits réglementés, l'application partielle de celles programmées s'est traduite par une décélération de l'inflation des produits et services réglementés de 2,9% à 0,8%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente a ralenti de 1,3% à 0,8%, soit un taux largement inférieur à sa moyenne des dix dernières années. Cette évolution est liée essentiellement au recul de 1,8% à 0,5% du rythme de progression des prix des produits alimentaires suite principalement à la dissipation de l'effet de la flambée des prix des « produits à base de céréales » observée en 2015.

Graphique E 6.1.1 : Contributions à l'inflation (en points de %)

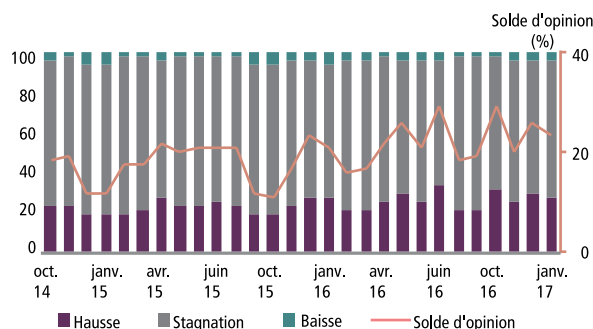


6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relative au mois de janvier 2017 indiquent que 68% des industriels anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains

mois, alors que 28% tablent sur une hausse et 4% d'entre eux prévoient une décélération.

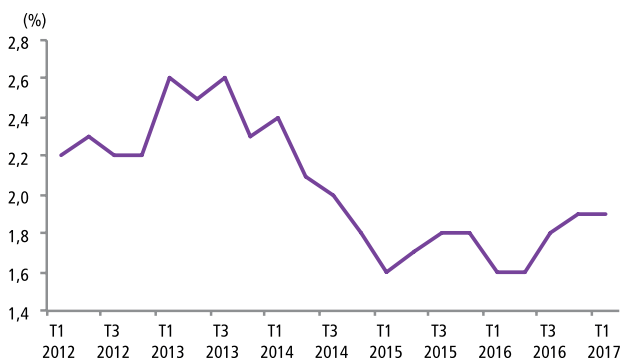
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation des trois prochains mois par les chefs des entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

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

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

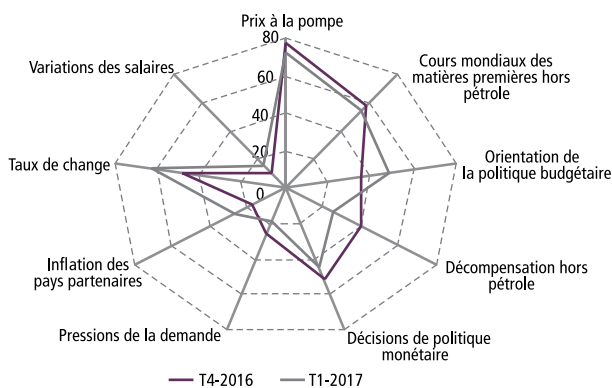


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

*A partir du 2^{ème} 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 de l'évolution 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

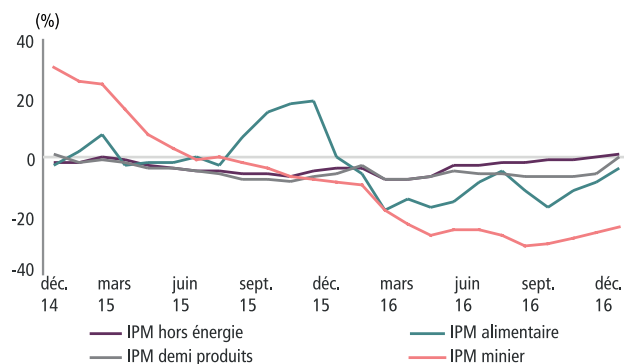


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à l'importation et à la production

Après avoir accusé des baisses consécutives depuis décembre 2014, les prix à l'import hors énergie ont enregistré une première hausse annuelle de 0,6% en décembre 2016.

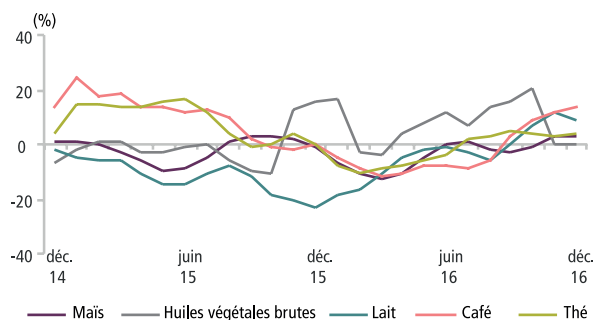
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à l'import (en glissement annuel)



Source : Office de Change et calculs BAM.

S'agissant des prix des produits alimentaires importés, ils ont accusé une baisse de 3,4%, attribuable essentiellement au recul de 20,6% du prix à l'import du blé. Les autres denrées alimentaires importées ont, en revanche, enregistré des hausses significatives de 13,6% pour le café et 9% pour le lait et 3,9% pour le thé. De même, les prix à l'import des demi-produits ont régressé de 4,9% et ceux des produits miniers de 23,2%.

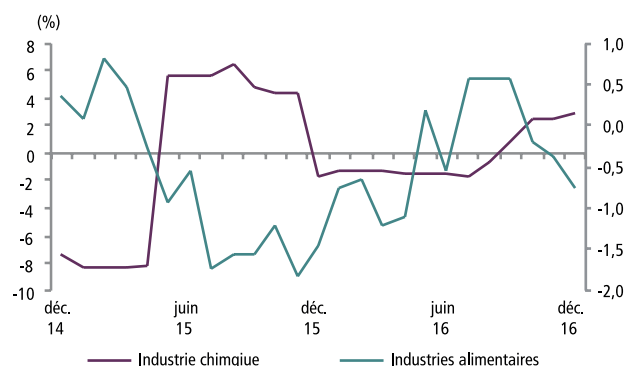
Graphique 6.11 : Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire (*)



(*) 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 accusé une légère baisse mensuelle de 0,1% en décembre. Ce recul traduit essentiellement le repli de 0,1% des prix à la production des « industries alimentaires » et de 0,6% de l'industrie de « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques » qui a plus que compensé la hausse de 0,1% des prix à la production de « l'industrie textile ». En glissement annuel, les prix à la production hors raffinage ressortent en hausse de 0,1% après celle de 0,2% en novembre, portant leur évolution moyenne au cours de l'année 2016 à -0,4% après -0,2% une année auparavant.

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



Sources : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

La reprise de l'activité économique mondiale devrait se poursuivre à moyen terme, avec un rythme de croissance relativement plus soutenu par rapport aux projections de décembre. Elle devrait bénéficier des mesures de soutien entreprises dans les pays avancés, avec en plus une atténuation des risques liés au Brexit et une relative amélioration des perspectives de croissance dans certains pays émergents. Toutefois, l'évolution de l'économie mondiale à moyen terme reste entourée d'importantes incertitudes, liées en particulier à l'orientation de la politique économique de la nouvelle administration américaine, notamment celles budgétaire et commerciale, ainsi qu'au niveau élevé de l'endettement dans certains pays émergents, notamment la Chine.

Ainsi, l'activité économique aux Etats-Unis devrait reprendre en 2017 et se consolider en 2018, soutenue par des conditions financières et monétaires accommodantes. Dans la zone euro, la croissance devrait continuer à bénéficier des mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE ainsi que de l'atténuation de l'effet des incertitudes liées au Brexit. Les pays émergents devraient, pour leur part, tirer profit de l'amélioration de l'activité des pays avancés et de la hausse des prix des matières premières. La Russie et le Brésil connaîtraient une sortie de crise, alors qu'en Chine, la croissance devrait poursuivre son ralentissement avec la poursuite de la politique de rééquilibrage de l'économie. Sur les marchés des matières premières, les prix mondiaux devraient rester globalement à un niveau relativement bas avec toutefois une légère révision à la hausse notamment de ceux des produits énergétiques et alimentaires. 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, alors qu'aux Etats-Unis, l'inflation s'accélérait à 2,7% en 2017, sous l'effet de la révision à la hausse des prix de l'énergie, et devrait revenir à 2,2% en 2018.

En ligne avec l'amélioration attendue de la demande étrangère et tenant compte de la reprise prévue des ventes des phosphates et dérivés et la bonne tenue du secteur de la construction automobile, les exportations de biens devraient s'accélérer. En parallèle, les importations de biens devraient continuer d'augmenter mais à un rythme moins rapide, sous l'effet de la décélération des acquisitions de biens d'équipement, celles des produits pétroliers devant toutefois marquer une hausse.

Sous l'hypothèse d'entrées annuelles de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards de dirhams en 2017 et en 2018, le déficit du compte courant devrait s'alléger par rapport à 2016, se situant toutefois à des niveaux plus élevés que prévu en décembre. Tenant compte de ces évolutions et de la poursuite prévue d'afflux importants d'IDE, la prévision des RIN a été revue à la baisse. Celles-ci devraient assurer la couverture de 6 mois et 17 jours d'importations de biens et services à fin 2017 et se stabiliser à 6 mois et 20 jours au terme de 2018. Tenant compte de cette révision et de l'évolution récente des autres facteurs de liquidité, le déficit de trésorerie bancaire a été ajusté à la hausse à 13,4 milliards de dirhams à fin 2017 et à 18,5 milliards à fin 2018.

Quant au crédit bancaire, les données relatives au mois de décembre indiquent une légère amélioration des prêts au secteur non financier. Sur la base de cette évolution et de l'amélioration prévue à partir de 2017 des activités non agricoles, le taux de progression du crédit bancaire au secteur non financier a été ajusté à 4,5% en 2017 et à 5% en 2018.

Au niveau des finances publiques, après le dépassement du déficit budgétaire en 2016 par rapport à la cible de la loi de finances, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre, mais avec une ampleur moindre que prévu en décembre. Ainsi, le déficit budgétaire devrait revenir de 4,2% du PIB en 2016 à 3,7% en 2017 et à 3,4% en 2018 en révision à la hausse de 0,6 point du PIB par rapport aux prévisions de décembre.

Au niveau des comptes nationaux, les données au titre du troisième trimestre confirment globalement les prévisions de la Banque pour l'année, suggérant une nette décélération de la croissance nationale sous l'effet d'une contraction de la production agricole. Ainsi, après 4,5% en 2015, la croissance se serait située à 1,1%, résultat d'une baisse de 10,1% de la valeur ajoutée agricole et d'une hausse limitée à 2,5% du PIB non agricole. Du côté de la demande, cette décélération recouvre une baisse des exportations nettes, en lien avec la hausse notable des importations des biens d'équipement, et une amélioration de la demande intérieure, tirée par l'augmentation de l'investissement. A moyen terme, la croissance nationale devrait connaître un rythme globalement conforme aux projections de décembre, soit 4,3% en 2017 et 3,8% en 2018. Ces perspectives reflètent des augmentations respectives de 11,5% et de 2,5% de la valeur ajoutée agricole et des progressions de 3,4% et de 3,9% du PIB non agricole. La demande intérieure devrait s'améliorer progressivement, soutenue par de meilleures perspectives de l'activité économique ainsi que par l'orientation appropriée de la politique monétaire. Les exportations nettes devraient, pour leur part, connaître une nette amélioration, bénéficiant de la relative reprise de la demande étrangère et de l'atténuation de l'appréciation du taux de change effectif réel. Elles devraient être tirées par la reprise de la croissance des expéditions des phosphates et de la poursuite de la dynamique des exportations des nouveaux métiers mondiaux du Maroc notamment l'automobile et l'aéronautique.

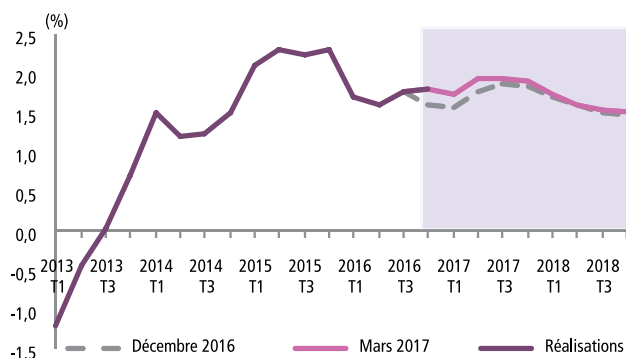
Dans ce contexte, et étant donné la dissipation des pressions désinflationnistes, en lien avec l'amélioration de la demande intérieure ainsi que l'atténuation prévue de l'appréciation du taux de change effectif réel, l'inflation sous-jacente devrait s'inscrire sur une tendance haussière, tout en restant à un niveau modéré. Elle devrait passer de 0,8% en 2016 à 1,5% en 2017 et à 1,9% en 2018. Tenant compte également de la hausse prévue des prix des carburants et lubrifiants, suite à l'accroissement prévu des cours mondiaux des produits pétroliers et de la dissipation anticipée des effets des hausses des prix des produits alimentaires à prix volatils, l'inflation devrait revenir de 1,6% en 2016, à 1% en 2017 puis s'accélérer à 1,7% en 2018.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

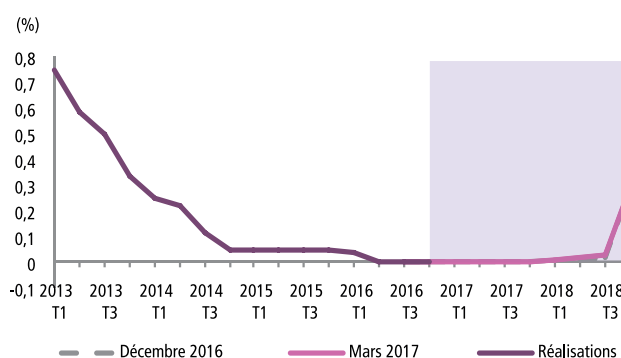
Une reprise graduelle de l'économie mondiale, tirée par les Etats-Unis et la zone euro

La reprise graduelle de l'activité économique mondiale devrait se poursuivre à un rythme légèrement plus important que prévu en décembre avec des perspectives de croissance meilleures dans la zone euro et aux Etats-Unis, une relative résilience de l'économie du Royaume-Uni face aux effets du Brexit, ainsi qu'une sortie de crise de certains pays émergents notamment la Russie et le Brésil. Toutefois, des incertitudes fortes entourent ces perspectives en lien avec l'orientation de la politique économique de la nouvelle administration américaine, notamment celles budgétaire et commerciale. En particulier, l'activité économique aux Etats-Unis devrait reprendre en 2017, puis se consolider en 2018 soutenue par des conditions monétaires et financières accommodantes, avec un taux qui se serait situé à 1,6% en 2016 avant d'atteindre 2,3% en 2017 et se consolider à 2,4% en 2018. Dans la zone euro, la croissance devrait continuer à être soutenue par les mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE ainsi que par l'atténuation de l'effet des incertitudes liées au Brexit. Ainsi, après 1,7 % en 2016, elle devrait légèrement s'accélérer à 1,9% en 2017 avant de revenir à 1,6% en 2018 et ce, sous l'effet de l'approche de la sortie effective du Royaume-Uni. Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc devrait s'améliorer, mais à un rythme modéré.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE



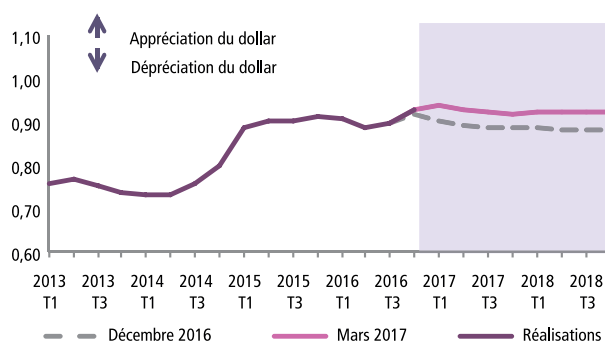
Source : prévisions GPM¹ de février 2017.

Appréciation du dollar, dans un contexte de divergence des orientations des politiques monétaires de la FED et de la BCE

Après un rebond au quatrième trimestre de 2016 attribuable en partie à la réaction des marchés aux politiques de relance budgétaire attendues de la nouvelle administration américaine, le dollar devrait maintenir son niveau apprécié par rapport à l'euro à moyen terme, en lien avec les perspectives économiques meilleures aux Etats-Unis et la poursuite de la divergence des politiques monétaires de la FED et de la BCE. En effet, après avoir augmenté le 15 mars la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à 0,75%-1%, la FED devrait poursuivre la normalisation de sa politique monétaire alors que la BCE maintiendrait son programme d'achat d'actifs jusqu'à fin décembre 2017 en ramenant son montant de 80 à 60 milliards d'euros à partir d'avril 2017. Son taux directeur devrait rester inchangé jusqu'au quatrième trimestre de 2018. Dans ces conditions, et après le rebond observé au quatrième trimestre 2016, le dollar devrait maintenir son niveau apprécié à moyen terme.

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

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD



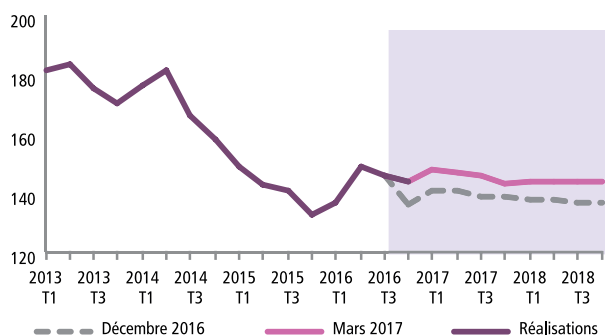
Source : prévisions GPM de février 2017.

Les prix des matières premières devraient continuer d'évoluer à un niveau bas à moyen terme, avec toutefois des révisions à la hausse de ceux du pétrole et des produits alimentaires

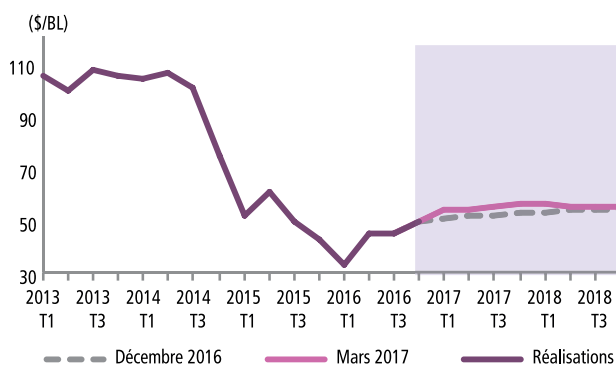
Dans un contexte de lente reprise de l'activité économique mondiale et du ralentissement de la croissance en Chine, les prix des matières premières devraient continuer d'évoluer à un niveau bas avec toutefois une révision à la hausse des prévisions des prix des produits énergétiques et alimentaires. En effet, après s'être établi à 42,8 \$/bl en 2016, le prix moyen du pétrole devrait augmenter à 54,6 \$/bl en 2017 puis se stabiliser à 55,3 \$/bl en 2018, soit des hausses respectives de 3\$/bl et de 1,8 \$/bl par rapport aux prévisions de décembre. Concernant les prix des phosphates et surtout ceux des fertilisants, ils devraient se stabiliser à des niveaux bas à moyen terme, en liaison notamment avec le surplus des capacités de production et le niveau faible des prix internationaux des produits alimentaires. Ces derniers devraient, en effet, poursuivre leur évolution à un niveau bas, mais en hausse par rapport à décembre.

Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro² devrait rebondir de 0,2% en 2016 à 1,6% en 2017, avant de se stabiliser à 1,7% en 2018, sous l'effet de l'amélioration des perspectives économiques, de la dépréciation de l'euro et de la hausse des prix des produits énergétiques. Aux Etats-Unis, l'inflation devrait, connaître une accélération à 2,7% en 2017, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, et revenir à 2,2% en 2018.

Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires

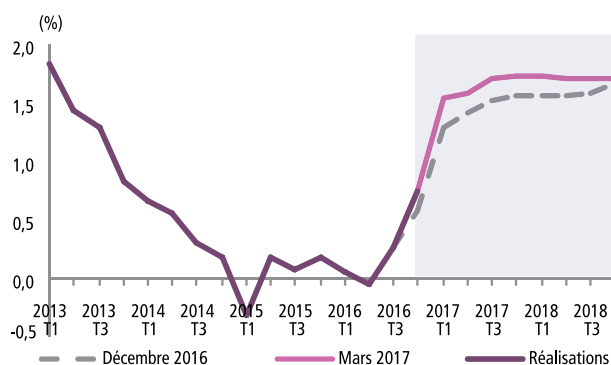


Graphique 7.5 : Prix du pétrole brut

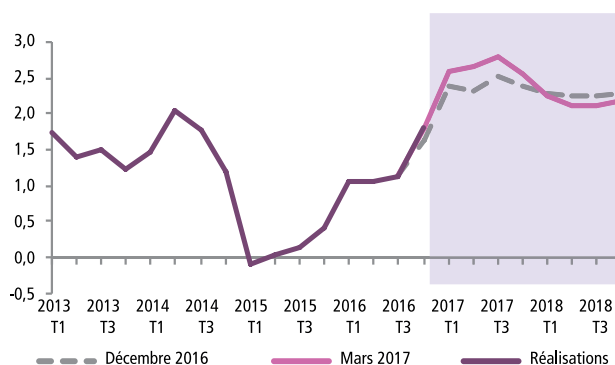


² Prévisions de février 2017 du réseau GPM. La BCE prévoit en mars un taux de 1,7% pour 2017 et de 1,6% pour 2018 pour l'inflation globale. Sa composante hors énergie et produits alimentaires devrait se situer à 1,1% et à 1,5% respectivement.

Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source: prévisions GPM de février 2017.

Ralentissement du rythme de l'ajustement budgétaire

L'exercice budgétaire de 2016 s'est soldé par un déficit, hors privatisation, de 42,1 milliards de dirhams, en dépassement de 5,5 milliards par rapport à la cible de la loi de finances, et en hausse de 2,1% par rapport à l'exercice 2015. Ce résultat reflète notamment l'accélération des dépenses d'investissement, la faible réalisation des recettes en dons du CCG et les moins-values constatées au niveau des recettes fiscales, principalement celles de la TVA à l'intérieur. Le déficit budgétaire pour les années 2017 et 2018 a été révisé à la lumière de ces réalisations et en tenant compte des ajustements apportés aux projections macroéconomiques de BAM, tout en supposant la poursuite de l'orientation vers la consolidation budgétaire, à travers la maîtrise des dépenses courantes et la mobilisation des recettes publiques.

Le déficit budgétaire a été ajusté à la hausse de 0,6 point à 3,7% du PIB pour 2017 et à 3,4% du PIB en 2018, avec notamment un rehaussement des dépenses d'investissement à 5,9% du PIB. Les autres changements introduits ont concerné essentiellement la révision à la hausse des autres recettes non fiscales, ainsi que l'alourdissement de la charge de compensation, en liaison avec les nouvelles hypothèses relatives au prix du gaz butane et au taux de change et en tenant compte du transfert à l'ONEE institué dans le cadre du contrat programme 2014-2017. Ces prévisions tiennent compte également des dons en provenance des pays du CCG prévus à hauteur de 8 milliards de dirhams en 2017 et en 2018, après une réalisation de 7,2 milliards en 2016.

Une production céréalière de 78 millions de quintaux pour la campagne agricole 2016-2017 et poursuite de la bonne performance des autres cultures

La production céréalière au titre de l'année agricole 2015-2016 est estimée, par 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, en plus, une mauvaise répartition temporelle et spatiale. Pour les autres cultures végétales, les données du Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime indiquent une diminution de la production des maraichages, au lieu d'une hausse retenue en décembre, et une baisse plus

importante de celle des légumineuses, dont les impacts n'ont été que partiellement atténués par l'amélioration de la production des autres cultures végétales.

Pour la campagne agricole 2016-2017, elle se déroule dans des conditions climatiques favorables avec un cumul pluviométrique et un état de la végétation au 20 février 2016 supérieurs respectivement de plus de 21,4% et de 11,2% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, la production céréalière devrait s'établir à 78 millions de quintaux, au lieu de 70 millions retenue en décembre.

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

7.2 Projections macroéconomiques

Après un relatif creusement en 2016, le déficit du compte courant devrait s'alléger à moyen terme

En 2016, le déficit du compte courant aurait atteint 4,2% du PIB au lieu 2,8% prévu en décembre. Cette aggravation est liée principalement à une hausse plus importante que prévue des importations de biens d'équipement et dans une moindre mesure de celle des achats de biens de consommation.

A moyen terme, le déficit du compte courant devrait s'alléger mais resterait à des niveaux plus élevés que ceux prévus en décembre, s'établissant à 3,3% du PIB en 2017 et à 3,5% du PIB en 2018. La hausse des importations devrait se poursuivre, en relation avec la reprise de la croissance et l'augmentation des prix du pétrole. En effet, l'accroissement des acquisitions des biens d'équipement devrait continuer mais à des rythmes moindres qu'en 2016 et la facture énergétique, après s'être inscrite en baisse depuis 2013, devrait marquer une hausse notable en 2017 et enregistrer une légère augmentation en 2018. En ce qui concerne les exportations, leur rythme devrait s'accélérer, résultat notamment de la reprise attendue des ventes des phosphates et dérivés suite à la dissipation de l'effet de la baisse des prix en 2016 et l'amélioration de la demande émanant de la zone euro. Pour ce qui est de la construction automobile, sa dynamique devrait se poursuivre mais à un rythme moindre qu'en 2016. Cette trajectoire du compte courant suppose également une entrée annuelle de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards pour 2017 et 2018.

Dans ces conditions et tenant compte de l'évolution des principales rubriques du compte financier notamment des entrées d'IDE, les réserves internationales nettes devraient assurer la couverture de 6 mois et 17 jours d'importations de biens et services à fin 2017 et de 6 mois et 20 jours au terme de 2018.

Tableau 7.1 : Prévisions des principales composantes de la balance des paiements

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

* Optique commerce extérieur

**estimation

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Dissipation progressive de l'appréciation du taux de change effectif réel à moyen terme et poursuite de l'amélioration du crédit bancaire

Les conditions monétaires devraient rester accommodantes sur l'horizon de prévision. Le taux d'intérêt réel a connu une baisse en 2016 consécutivement à la réduction du taux directeur en mars, qui a été toutefois atténuée par le rythme modéré de l'inflation au deuxième semestre. Pour sa part, l'appréciation du taux de change effectif réel enregistrée en 2016 devrait s'atténuer en 2017 et s'estomper en 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 dans les pays partenaires et concurrents comparativement à l'inflation domestique.

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 trésorerie bancaire devrait ressortir déficitaire à 13,4 milliards de dirhams à fin 2017 et se creuser à 18,5 milliards au terme de 2018. En ce qui concerne le crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte de sa légère reprise en 2016 et de l'amélioration prévue à partir de 2017 des activités non agricoles, son rythme de progression a été révisé à 4,5% en 2017 et à 5% en 2018. Au total, et tenant compte des autres sources de création monétaire, le taux d'accroissement annuel de la masse monétaire devrait se stabiliser autour de 5% sur l'horizon de prévision.

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

	Réalizations				Prévisions		Ecart (mars/décembre)		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	1,7	3,8	0,3	3,9	4,5	5,0	0,4	0,5	0,5
M3 (variation en %)	3,1	6,2	5,7	4,7	5,1	5,0	0,0	-0,1	-0,4
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-68,4	-40,6	-16,5	-14,7	-13,4	-18,5	4,1	-6,3	-16,8

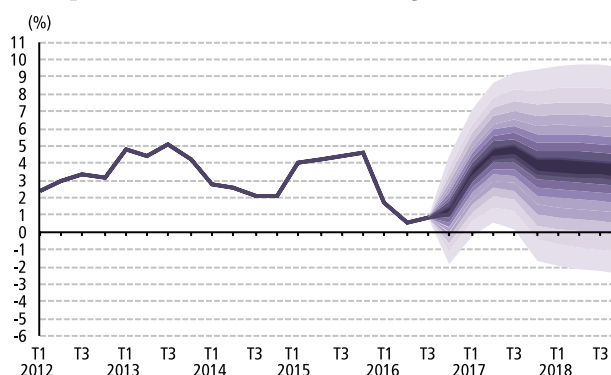
Source : BAM.

Consolidation de la croissance après le fort ralentissement prévu en 2016

Les données des comptes nationaux au titre du troisième trimestre 2016 suggèrent une nette décélération de la croissance nationale, confirmant ainsi globalement les prévisions de la Banque pour l'année. La croissance se serait, en effet, située à 1,1%, après 4,5% en 2015, recouvrant une hausse limitée à 2,5% du PIB non agricole et une contraction de 10,1% de la valeur ajoutée agricole. Cette dernière a été révisée à la baisse par rapport aux projections de décembre en lien avec la performance moins bonne que prévu de la production des maraîchages et des légumineuses. Du côté de la demande, cette décélération reflète une baisse des exportations nettes après leur contribution positive à la croissance en 2015. En effet, l'expansion prévue des importations de biens et services, révisée à la hausse tenant compte notamment de la progression plus importante qu'attendu des biens d'équipement, devrait plus que compenser la hausse des exportations. En revanche, la demande intérieure se serait améliorée, en lien avec le redressement de l'investissement, comme en atteste en particulier la hausse remarquable des importations des biens d'équipement, la consommation des ménages quoiqu'en légère accélération demeurant atone pâtissant notamment de la dégradation de la situation du marché du travail, de l'affaiblissement des activités non agricoles ainsi que du recul des revenus agricoles. Quant à la consommation des administrations publiques, elle aurait ralenti reflétant la poursuite du faible rythme de progression des dépenses de fonctionnement.

A moyen terme, l'activité économique nationale devrait reprendre, à un rythme globalement conforme aux projections de décembre. La croissance devrait atteindre 4,3% en 2017 et se consolider à 3,8% en 2018, recouvrant des hausses respectives de 11,5% et 2,5% de la valeur ajoutée agricole et de 3,4% et 3,9% du PIB non agricole. Du côté de la demande, cette reprise devrait être soutenue par un regain relatif de la vigueur de la demande intérieure, favorisé principalement par l'amélioration des revenus notamment agricoles ainsi que par l'orientation accommodante de la politique monétaire. En particulier, la consommation finale des ménages devrait se raffermir, soutenue par une amélioration des revenus, notamment agricoles. L'effet négatif prévu de l'augmentation des cotisations salariales dans le cadre de la réforme du régime des retraites de la CMR devant rester faible. De surcroît, l'investissement devrait maintenir le rythme observé en 2016, en liaison avec la poursuite des efforts au titre de l'investissement public et ses externalités sur l'investissement privé. En revanche, la consommation des administrations publiques devrait maintenir un rythme de progression modeste, dans un contexte de maîtrise des dépenses de fonctionnement. En ce qui concerne les exportations de biens et services, elles devraient bénéficier de l'atténuation de l'appréciation du taux de change effectif réel et de la reprise, à un rythme plus important que prévu en décembre, de la demande étrangère. Elles devraient être tirées par la reprise de la croissance des expéditions des phosphates et la poursuite de la dynamique des exportations des nouveaux métiers du Maroc, notamment automobile et aéronautique. Quant aux importations, leur rythme devrait se maintenir, reflétant l'amélioration de la demande intérieure et des exportations.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 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 économique (en %)

	Réalizations				Prévisions			Ecart (mars/décembre)		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Croissance nationale	3,0	4,5	2,6	4,5	1,1	4,3	3,8	-0,1	0,1	0,1
VA agricole	-9,1	17,2	-2,2	12,8	-10,1	11,5	2,5	-0,5	1,0	-1,0
PIB non agricole	4,7	2,9	3,2	3,5	2,5	3,4	3,9	-0,1	0,0	0,2

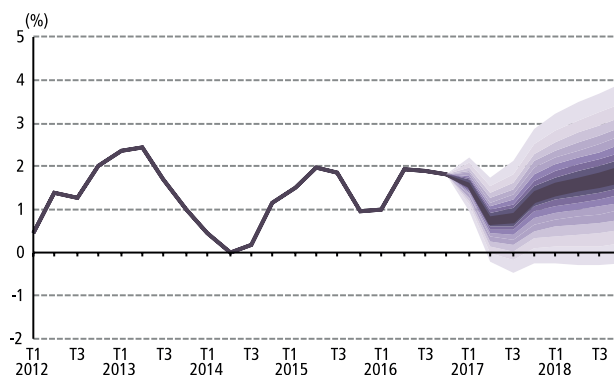
Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Au total, le cycle de l'activité économique se serait situé en territoire négatif en 2016. A moyen terme, ce cycle négatif devrait se dissiper progressivement suite, d'une part, au regain de vigueur anticipé de la demande intérieure, soutenue par les perspectives positives de l'évolution des revenus ainsi que l'orientation accommodante de la politique monétaire, et d'autre part, au maintien de la dynamique de croissance des exportations, soutenues par l'amélioration prévue de la demande étrangère et l'atténuation de l'appréciation du taux de change effectif réel.

L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer tout en restant à un niveau modéré à moyen terme

A moyen terme, l'inflation sous-jacente devrait connaître une accélération passant d'un taux de 0,8% en 2016 à 1,5% en 2017 et à 1,9% en 2018. Cette évolution s'explique par l'atténuation anticipée des pressions désinflationnistes, reflétée par l'amélioration de la demande domestique ainsi que par la hausse modérée de l'inflation importée, en liaison principalement avec l'accroissement des cours des produits pétroliers conjugué à l'atténuation prévue de l'appréciation du taux de change effectif réel.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2017 - T4 2018)*



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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

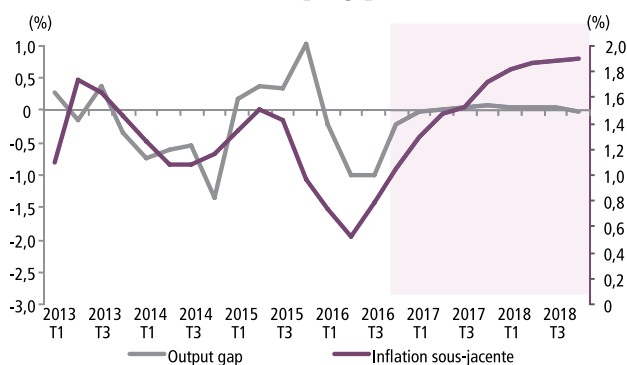
	Réalisations		Prévisions			Ecart (mars/décembre)		
	2015	2016	2017	2018	Horizon de 8 trimestres	2016	2017	2018
Inflation	1,6	1,6	1,1	1,7	1,4	0,0	0,1	0,2
Inflation sous-jacente	1,3	0,8	1,5	1,9	1,7	0,0	0,0	0,2

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

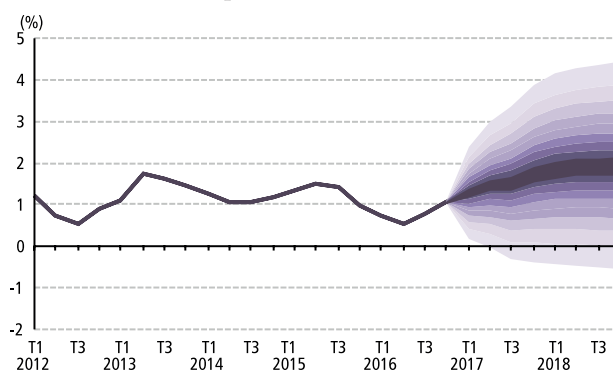
Concernant les prix des carburants et lubrifiants, ils devraient poursuivre leur tendance haussière en 2017 en liaison avec la hausse des cours du pétrole à l'international, avant de se stabiliser en 2018. Par ailleurs, la décélération de l'inflation en 2017 est liée à la baisse prévue des prix des produits alimentaires à prix volatils après les chocs à la hausse survenus au deuxième trimestre 2016.

En somme, l'inflation devrait rester modérée sur l'horizon de prévision s'établissant à 1,4% en moyenne. Après s'être établie à 1,6% en 2016, elle devrait décélérer à 1,1% en 2017 et passer à 1,7% en 2018.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2017 - T4 2018)*



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

Sources : HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

Plusieurs risques entourent le scénario central de prévision 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, les incertitudes relatives à l'environnement international sont liées, d'une part, à l'orientation de la politique commerciale de la nouvelle administration américaine et son impact sur le commerce mondial, et d'autre part, à la divergence des orientations de politique monétaire de la FED et de la BCE et son effet négatif à travers une appréciation du taux de change effectif réel. D'autres risques concernent l'issue des élections au niveau de certains grands pays de la zone euro, notamment la France et l'Allemagne, les conséquences de la sortie effective du Royaume-Uni de l'Union Européenne ainsi que le niveau élevé de l'endettement dans certains pays émergents, notamment la Chine.

En revanche, en cas de conditions climatiques plus favorables que prévues, la production céréalière pourrait dépasser les 78 millions de quintaux, hypothèse retenue dans le scénario central, et la croissance pourrait ainsi s'accélérer davantage en 2017.

En ce qui concerne les risques entourant la prévision centrale de l'inflation, une hausse plus importante des prix internationaux du pétrole ou une inversion de la tendance baissière des prix mondiaux des produits alimentaires de base pourraient entraîner une hausse plus élevée que prévue des prix à la consommation. En revanche, une normalisation plus rapide de la politique monétaire de la FED pourrait exercer davantage de pressions désinflationnistes à travers l'appréciation du taux de change effectif.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	17
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	17
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	17
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	18
Graphique 1.5	: Evolution du Spread Libor-OIS	18
Graphique 1.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.7	: Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.8	: Cours mondial du Brent en dollar	21

Graphique 1.9	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.10	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	21
Graphique 1.11	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1	: Ventilation des exportations du secteur automobile entre 2013 et 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 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.....	30
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande	30
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	30
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	31
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels en 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 de janvier, de 2001 à 2017.....	36
Graphique 4.5	: Soldes budgétaires de janvier, de 2010 à 2017 et PLF 2017	36
Graphique 4.6	: Soldes budgétaires et financements de janvier, de 2010 à 2017	37
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	41
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	42
Graphique 5.4	: Evolution des créations d'emplois par secteur	43
Graphique 5.5	: Evolution du taux de chômage (en %).....	43
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	44
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 en glissement annuel.....	46
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	47
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	48
Graphique E 6.1.1	: Contributions à l'inflation	48
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation des trois prochains mois par les chefs des entreprises	49
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	49
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation anticipée par les experts du secteur financier	49

Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import	49
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire	50
Graphique 6.12	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	50
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro	53
Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE	53
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	54
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires	55
Graphique 7.5	: Prix du pétrole brut	55
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro	55
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	55
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2016 - T4 2018)	59
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2017 - T4 2018)	60
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	60
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2017 - T4 2018)	60

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	: Evolution 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 créditeurs	27
Tableau 3.3	: Evolution des taux débiteurs	27
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	35
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	37
Tableau 4.1.1.	: Exécutions budgétaires de 2015 et 2016, en milliards de dirhams	38
Tableau 5.1	: Evolution des principaux indicateurs du marché de travail	44
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	46
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Tableau 7.1	: Prévisions des composantes de la balance des paiements	57
Tableau 7.2	: Prévisions de la croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire	57
Tableau 7.3	: Croissance économique	59
Tableau 7.4	: Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente	60

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1	: Conséquences économiques des orientations de la nouvelle administration américaine	20
Encadré 4.1	: Exécution budgétaire de l'année 2016	38
Encadré 6.1	: Evolution de l'inflation en 2016	48