



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 46 / 2018

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 20 MARS 2018

Dépôt légal : 2018/0033

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	7
Aperçu général	10
1. Développements internationaux	16
1.1 Activité économique et emploi	16
1.2 Conditions monétaires et financières	19
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. Comptes extérieurs	24
2.1 Evolution de la balance commerciale	24
2.2 Autres rubriques de la balance courante	25
2.3 Compte financier	26
3. Monnaie, crédit et marché des actifs	27
3.1 Conditions monétaires	27
3.2 Prix des actifs	32
4. Orientation de la politique budgétaire	36
4.1 Recettes ordinaires	36
4.2 Dépenses	37
4.3 Déficit et financement du Trésor	38
5. Demande, offre et marché du travail	42
5.1 Demande intérieure	42
5.2 Demande extérieure	43
5.3 Offre globale	43
5.4 Marché du travail et capacités de production	44
6. Evolution récente de l'inflation	47
6.1. Evolution de l'inflation	47
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	49
6.3. Anticipations de l'inflation	51
6.4. Prix à l'importation et à la production	51
7. Perspectives à moyen terme	53
Synthèse	53
7.1 Hypothèses sous-jacentes	55
7.2 Projections macroéconomiques	59
7.3 Balance des risques	64
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	65
LISTE DES GRAPHIQUES	66
LISTE DES TABLEAUX	68
LISTE DES ENCADRES	68

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 20 mars 2018

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 20 mars sa première réunion trimestrielle au titre de l'année 2018.
2. Lors de cette réunion, il a tout d'abord évalué l'état d'avancement de la mise en œuvre de la réforme du régime de change entamée le 15 janvier. Il a pris note à cet égard des bonnes conditions dans lesquelles elle se déroule, de la réaction positive des marchés et de l'accueil favorable qui lui a été réservé par les institutions concernées aussi bien au niveau national qu'international.
3. Par la suite, le Conseil a examiné l'évolution récente de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques de la Banque pour les huit prochains trimestres.
4. Sur la base de ces évaluations, notamment concernant les trajectoires de l'inflation et de la croissance à moyen terme, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé à 2,25%.
5. Le Conseil a noté que l'inflation a connu, comme prévu dans le rapport sur la politique monétaire de décembre dernier, une décélération en 2017 à 0,7%, résultat d'un recul des prix des produits alimentaires à prix volatils. En revanche, sa composante sous-jacente s'est accélérée à 1,3% après une sensible baisse temporaire en 2016 à 0,8%. A moyen terme, l'inflation augmenterait tout en restant à des niveaux modérés. Elle atteindrait 1,8% en 2018, portée notamment par le relèvement des tarifs réglementés, et reviendrait à 1,5% en 2019. L'inflation sous-jacente devrait, sous l'effet de la consolidation de la demande intérieure et de la hausse de l'inflation importée, se situer à 1,4% en 2018 puis à 1,9% en 2019.
6. Au plan international, l'économie mondiale a connu une nette amélioration en 2017, avec une croissance qui se serait accélérée à 3,8% après 3,2%. Ce raffermissement se poursuivrait à moyen terme, favorisé par le regain de confiance des agents économiques et par des conditions monétaires accommodantes dans les pays avancés. Dans la zone euro, la croissance a marqué un rebond de 1,8% en 2016 à 2,5% en 2017 et devrait se situer à 2,2% en 2018 avant de revenir à 2% en 2019, en lien notamment avec les incertitudes politiques et plus particulièrement celles liées aux modalités du Brexit. Sur le marché du travail, le taux de chômage s'est replié de 10% à 9,1% en 2017 et continuerait sa baisse pour avoisiner 8,7% en 2019. Aux Etats-Unis, l'activité bénéficierait de la dépréciation du dollar et de la réforme fiscale. Après des accroissements de 1,5% en 2016 et de 2,3% en 2017, le PIB augmenterait de 2,5% en 2018 puis de 2,1% en 2019. De même, après un taux de 4,9% en 2016, le chômage a reculé à 4,4% en 2017 et se stabiliserait autour de ce niveau à moyen terme. Quant aux économies émergentes, elles bénéficieraient de l'amélioration de la demande émanant des

pays avancés et de la hausse des prix du pétrole pour les pays exportateurs. En Chine en particulier, l'activité resterait résiliente à la faveur du soutien budgétaire qui devrait toutefois baisser dans le cadre de la transition du pays vers un modèle de croissance plus soutenable.

7. Sur le marché des matières premières, après une progression notable de 23,5% en 2017 à 54,4 \$/bl en moyenne, le prix du Brent a oscillé autour de 67 \$/bl sur les deux premiers mois de 2018. Il finirait l'année avec un cours moyen de 63,7 \$/bl, en lien notamment avec l'extension de l'accord sur la réduction de la production et l'amélioration de la demande mondiale. En 2019, le prix reculerait à 61,8 \$/bl sous l'effet en particulier de l'augmentation de la production en Amérique du Nord et au Brésil. Pour les produits alimentaires, après un accroissement de 8,1%, les cours devraient diminuer de 2,8% en 2018 et de 4% en 2019, impactés par la décélération de l'activité en Chine. Quant aux fertilisants, les prix ont connu des évolutions divergentes en 2017, avec une hausse de 2,6% à 354 \$/mt pour le DAP et un recul de 4,9% à 276 \$/mt pour le TSP et de 20,1% à 90 \$/mt pour le phosphate brut. A moyen terme, dans un marché caractérisé par un excès d'offre, les cours resteraient, selon les projections d'octobre de la Banque mondiale, proches des niveaux observés en 2017.
8. Dans ces conditions, l'inflation continuerait d'osciller au cours des deux prochaines années autour de 1,5% dans la zone euro, niveau qui reste en deçà de l'objectif de la BCE, et se stabiliserait à partir de cette année aux Etats-Unis autour de l'objectif de 2% de la FED.
9. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 8 mars de maintenir ses taux inchangés et de poursuivre son programme actuel d'achat d'actifs jusqu'à fin septembre 2018 et au-delà si nécessaire. La FED a également laissé inchangée, lors de sa dernière réunion du 31 janvier, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux entre 1,25% et 1,5%. Elle devrait relever graduellement ses taux tout en poursuivant en parallèle la normalisation de son bilan selon le programme annoncé en juin 2017.
10. Au niveau national, la croissance se serait accélérée à 4% en 2017, portée par un rebond de 14,8% de la valeur ajoutée agricole, tandis que la progression de celle des activités non agricoles se serait limitée à 2,7%. Pour 2018, les prévisions de Bank Al-Maghrib, établies sur la base des données pluviométriques et de la situation du couvert végétal arrêtées au 10 mars, font ressortir une estimation de la production céréalière autour de 80 millions de quintaux et une hausse de la valeur ajoutée agricole de 2,3%. En parallèle, les activités non agricoles poursuivraient leur reprise avec un taux de 3,2%, ce qui amènerait la croissance globale à 3,3%. En 2019, cette dernière s'accélérait à 3,5%, avec une amélioration de la valeur ajoutée agricole de 1,8% sous l'hypothèse d'une production céréalière de 70 millions de quintaux, et une augmentation de celle des activités non agricoles de 3,6%. Du côté de la demande, ces évolutions reflètent principalement une légère accélération de l'investissement et une poursuite de la dynamique de la consommation des ménages, alors que les exportations nettes devraient afficher une contribution négative en 2018 et quasi-nulle en 2019.
11. Sur le marché du travail, après une perte nette de 37 mille postes en 2016, la situation a connu une relative amélioration en 2017, tirée par les activités agricoles. L'économie nationale a ainsi créé

86 mille emplois dont 42 mille dans le secteur primaire, 26 mille dans les services, 11 mille dans le BTP et 7 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. En parallèle, l'année a enregistré une entrée nette de 135 mille demandeurs d'emplois, avec toutefois une légère baisse du taux d'activité de 0,3 point de pourcentage à 46,7%. Dans ces conditions, le taux de chômage est passé de 9,9% à 10,2%.

12. Au plan des comptes extérieurs, l'année 2017 a connu une performance notable des exportations de biens avec une progression de 9,4%, un net rebond des recettes voyages de 8,5% à 69,7 milliards de dirhams et une amélioration des transferts des MRE de 4,5% à 65,4 milliards. En parallèle, les importations de biens se sont accrues de 6,4%, tirées par une augmentation sensible de la facture énergétique de 27,4% à 69,7 milliards de dirhams, la première depuis 2012. Tenant compte d'une entrée des dons du CCG de 9,5 milliards dirhams, le déficit du compte courant se serait allégé de 4,4% à 3,8% du PIB. A moyen terme, la dynamique des exportations se poursuivrait, avec en particulier une hausse importante annoncée des ventes de l'industrie automobile en 2019. De même, les recettes voyages maintiendraient un rythme soutenu de 5,7% en 2018 et de 5,2% en 2019, tandis que les transferts des MRE progresseraient de 5% et 4,1% respectivement. Quant aux importations, leur rythme s'accélérait à 7,1% en 2018, résultat notamment de l'accroissement prévu de la facture énergétique et des acquisitions de biens d'équipement, avant de ralentir à 4,2% en 2019. En tablant sur l'entrée du reliquat de 7 milliards des dons du CCG en 2018, le déficit du compte courant s'établirait autour de 4% du PIB en 2018 et en 2019. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'afflux d'IDE équivalents à 4,4% du PIB en 2018 et à 3,5% du PIB en 2019, les réserves de change avoisineraient 257,3 milliards de dirhams en 2018 et 244,4 milliards en 2019, assurant ainsi la couverture de 5 mois et 26 jours et 5 mois et 17 jours respectivement d'importations de biens et services.

13. Pour ce qui est des conditions monétaires, elles sont restées accommodantes en 2017, avec une dépréciation du taux de change effectif réel. Après une baisse de 46 points de base en 2016, les taux débiteurs se sont accrues en termes nominaux de 27 points, reflétant essentiellement une hausse des taux assortissant les prêts aux entreprises, notamment les facilités de trésorerie. A moyen terme, les conditions monétaires s'assoupliraient davantage, en relation avec une accentuation de la dépréciation du taux de change effectif réel en 2018. Dans ce contexte, le crédit au secteur non financier a terminé l'année 2017 sur une progression de 3,7% après 3,9%, recouvrant une décélération des prêts aux entreprises publiques et une accélération de ceux destinés aux entreprises privées et aux ménages. Tenant compte de ces réalisations et des perspectives à moyen terme de la croissance non agricole, sa prévision a été ajustée à 4,5% en 2018 et en 2019.

14. Au niveau des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre de 2017 s'est soldée par un déficit de 3,6% du PIB. Les recettes ont augmenté de 5,7%, avec une amélioration des rentrées fiscales et des dons du CCG. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 2,7%, avec en particulier des hausses de 8,7% de la charge de compensation à 15,3 milliards de dirhams et de 5,1% de l'investissement. A moyen terme, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre, le déficit devant s'établir en moyenne à 3,2% du PIB en 2018 et en 2019.

APERÇU GÉNÉRAL

Le raffermissement de l'activité économique mondiale s'est poursuivi au quatrième trimestre 2017. La croissance aux Etats-Unis est passée de 2,3% au troisième trimestre à 2,5%, tirée par une amélioration de la consommation privée et publique ainsi que de l'investissement. Dans la zone euro, malgré une stabilisation à 2,7%, la croissance reste robuste et ressort en accélération à 2,5% sur l'ensemble de l'année, soit son plus haut niveau depuis 10 ans. Au Japon, elle est passée de 1,9% à 2,1%, avec une amélioration de la consommation privée et des investissements publics. En revanche, elle a décéléré de 1,8% à 1,4% au Royaume-Uni, en lien avec les incertitudes entourant les modalités du Brexit.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a stagné à 6,8% en Chine, impactée par le ralentissement de la demande intérieure. En revanche, elle a marqué une nette amélioration de 1,4% à 2,1% au Brésil et de 6,1% à 6,7% en Inde. Pour la Russie, les données du troisième trimestre indiquent à l'opposé un ralentissement de 2,5% à 1,8% de l'activité.

Sur le marché du travail, le taux de chômage aux Etats-Unis est ressorti en 2017 en baisse de 0,5 point à 4,4%. En février 2018, il s'est stabilisé à 4,1% pour le cinquième mois consécutif, avec une création de 313.000 emplois. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est replié de 10% en 2016 à 9,1% en 2017 et à 8,6% en janvier 2018, son niveau le plus faible depuis décembre 2008.

Sur les marchés boursiers, les craintes d'une normalisation plus rapide qu'annoncé des politiques monétaires des banques centrales des pays avancés, notamment la FED, combinées à l'accélération de l'inflation et à la hausse des salaires aux Etats-Unis, ont engendré de vives tensions sur les marchés boursiers, en particulier durant les premiers jours de février. Les indices américains ont ainsi subi une correction qui s'est transmise aux autres principaux marchés des économies avancées et émergentes. Malgré les hausses observées par la suite, les indices boursiers ressortent en baisse entre janvier et février avec des taux allant de 3,4% pour le Dow Jones à 7,2% pour le NIKKEI 225. De même, le MSCI des économies émergentes a diminué de 2,2%, recouvrant notamment des baisses de 2,7% de l'indice de la Chine et de 4,5% de celui de l'Inde.

Sur les marchés de la dette souveraine, la contre-performance des marchés boursiers et le renforcement des anticipations d'une orientation plus restrictive de la politique monétaire américaine se sont traduits par une hausse du taux de rendement souverain à 10 ans des principaux pays avancés, qui est passé de 2,6% en janvier à 2,9% en février aux Etats-Unis, de 0,5% à 0,7% en Allemagne et de 0,7% à 0,9% en France.

Au niveau des marchés de change, l'euro s'est apprécié entre janvier et février de 1,3% par rapport au dollar, s'établissant à 1,24 dollar. A l'inverse, il s'est déprécié de 1,4% vis-à-vis du yen japonais et est resté inchangé contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, par rapport au dollar, la roupie indienne s'est dépréciée de 1,1%, tandis que le yuan chinois s'est apprécié de 1,7% et la lire turque et le real brésilien sont restés stables. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a légèrement décéléré aux Etats-Unis de 3,7% en décembre à 3,5% en janvier, et s'est accéléré de 2,6% à 3% dans la zone euro.

Sur les marchés des matières premières, après avoir terminé l'année 2017 sur une hausse de 23,5% à 54,4 dollars le baril en moyenne, le prix du Brent s'est établi à 65,4 dollars le baril en février, en augmentation de 17,9% en glissement annuel. Pour les produits hors énergie, leurs cours ont enregistré un accroissement de 4,2%, portés essentiellement par les prix des métaux de base alors que ceux des produits agricoles se sont repliés en raison d'une offre toujours importante. S'agissant du prix du blé dur, il s'est accru de 25,4% et ce, en lien avec la poursuite des inquiétudes quant à la détérioration des conditions de récoltes dans les grands pays producteurs. Quant aux cours des phosphates et dérivés ont accusé des baisses de 12,2% pour le brut et de 7,3% pour l'urée et ont augmenté de 12,2% pour le DAP, de 5,6% pour le chlorure de potassium et de 3% pour le TSP.

Dans ces conditions, après avoir terminé l'année sur une hausse de 1,5%, l'inflation dans la zone euro est revenue à 1,3% en janvier et à 1,1% en février. Aux Etats-Unis, après deux mois de stagnation à 2,1%, rythme inchangé par rapport au niveau observé en 2017, l'inflation est passée à 2,2% en février.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 8 mars de maintenir inchangé son taux directeur à 0%, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir que l'ensemble de ses taux resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats d'actifs. La Banque a également confirmé que ces achats, au volume mensuel de 30 milliards d'euros, devraient se poursuivre jusqu'à fin septembre 2018 ou au-delà si nécessaire, et en tout cas, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. De même, la FED a maintenu en janvier la fourchette cible des taux des fonds fédéraux inchangée à 1,25%-1,50% et ce, compte tenu des conditions actuelles et prévues au niveau du marché du travail et de l'inflation. Elle a également indiqué qu'elle poursuit la normalisation de son bilan et a réitéré que sa politique monétaire reste accommodante soutenant ainsi des conditions favorables sur le marché du travail et un retour graduel de l'inflation vers sa cible.

Au plan national, le rythme de progression des exportations s'est accéléré en 2017 à 9,4%, avec notamment une hausse de 11,1% pour les phosphates et ses dérivés à 44 milliards de dirhams et de 7% pour les produits agricoles et agroalimentaires à 51,9 milliards. En parallèle, et en dépit d'un alourdissement de la facture énergétique de 27,4% à 69,5 milliards, les importations ont ralenti à 6,4% après 9,9% en 2016, résultat d'une décélération des importations de biens d'équipement. Malgré ces évolutions, le déficit commercial ressort en léger creusement, et le taux de couverture est passé de 54,8% en 2016 à 56,3%. Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes voyages ont affiché une hausse notable de 8,5% à 69,7 milliards de dirhams et les transferts des MRE se sont accrus de 4,5% à 65,4 milliards. Tenant compte d'une entrée de dons en provenance des pays du CCG de 9,5 milliards, le déficit du compte courant se serait ainsi allégé à 3,8 % du PIB après 4,4% en 2016. Tenant compte également d'un afflux net d'IDE de 24,4 milliards, les réserves internationales nettes se sont établies à 240,9 milliards de dirhams à fin 2017, assurant la couverture de 5 mois et 21 jours d'importations de biens et services.

Dans ces conditions, la situation de la liquidité bancaire a connu une nette amélioration durant le quatrième trimestre 2017, le besoin s'étant atténué à 48,6 milliards de dirhams. Bank Al-Maghrib a ainsi ajusté le volume de ses injections le ramenant à 50 milliards et le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire est resté aligné sur le taux directeur. Les conditions monétaires ont également été marquées par une légère appréciation du taux de change effectif réel et une hausse des taux débiteurs en termes nominaux. Dans ce contexte, le crédit au secteur

non financier a poursuivi son amélioration au cours du quatrième trimestre, son rythme de progression s'étant établi à 4,8%, terminant ainsi l'année 2017 sur une hausse de 3,7%. Tenant compte également du renforcement des créances sur l'Administration Centrale et de l'atténuation de la baisse des réserves de change, la croissance de l'agrégat M3 s'est établie à 5,7% au quatrième trimestre.

Sur le volet des finances publiques, l'exercice budgétaire de 2017 s'est soldé par un déficit hors privatisation de 37,8 milliards, en dépassement de 4,9 milliards par rapport à la cible de la loi de finances, mais en allègement de 7,6 milliards par rapport à 2016. Les recettes ordinaires ont augmenté de 5,7%, avec une amélioration des recettes fiscales et des entrées au titre des dons reçus des pays du CCG. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 2%, avec notamment un accroissement des dépenses au titre des autres biens et services, des transferts aux collectivités territoriales et de la charge de compensation qui a atteint 15,3 milliards contre une prévision de 14,7 milliards de la loi de finances. Tenant compte également d'une réduction de 0,9 milliard des arriérés de paiements du Trésor par rapport à fin décembre, le besoin de financement s'est établi à 38,7 milliards et a été financé, en plus du flux net extérieur négatif, par un recours au marché local pour un montant de 35,4 milliards. Dans ces conditions, la dette du Trésor se serait établie à 65,1% du PIB en 2017. Pour ce qui est de l'exécution au titre du premier mois de 2018, elle s'est soldée par un excédent de 988 millions, résultat d'une augmentation des recettes et d'une baisse des dépenses, notamment au titre de la masse salariale, de l'investissement et de la compensation.

Au plan des comptes nationaux, les données du troisième trimestre 2017 font ressortir une accélération de la croissance à 3,8%, au lieu de 1,3% un an auparavant, tirée par un rebond de 14,5% après un recul de 13,6% de la valeur ajoutée agricole. Pour sa part, la valeur ajoutée non agricole s'est accélérée de 2,3% à 2,7%. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages s'est accrue de 4,5% au lieu de 3,5% un an auparavant et celle des administrations publiques a connu un ralentissement de 0,9% à 0,7%. Pour sa part, l'investissement a accusé un repli de 5,3% après une hausse de 18,1%. De leur côté, les exportations nettes de biens et services ont participé positivement à la croissance à hauteur de 2,9 points de pourcentage contre une contribution négative de 6,4 points. Les exportations se sont accrues de 10,5% au lieu de 2,2%, tandis que le rythme des importations a ralenti de 17,1% à 1,5%.

Sur le marché du travail, après une perte nette de 37 mille postes en 2016, la situation a été caractérisée en 2017 par une création de 86 mille emplois, dont 42 mille dans le secteur de l'agriculture, forêt et pêche, 26 mille dans les services, 11 mille dans le BTP et 7 mille dans l'Industrie y compris l'Artisanat. Tenant compte d'une entrée nette de 135 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité est revenu de 47% à 46,7% et le taux de chômage est ainsi passé de 9,9% à 10,2% et a culminé à 42,8% chez les jeunes citoyens.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une baisse trimestrielle de 1,3% au quatrième trimestre et le nombre de transactions a reculé de 2,4%. Sur l'ensemble de l'année, après une hausse de 1,3% en 2016, les prix ont affiché une hausse de 5% et les transactions ont reculé de 7,6% après une augmentation de 8,4%. Concernant le marché boursier, le MASI s'est apprécié de 2% au quatrième trimestre, portant sa performance annuelle à 6,4% tandis que le volume des échanges a reculé de 4,1% à 69,7 milliards. Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est élevée à 627 milliards de dirhams, en hausse annuelle de 7,5% et le PER s'est établi à 20,4 à fin 2017, contre 20 l'année précédente.

Pour ce qui est de l'inflation, et comme prévu dans le dernier Rapport sur la politique monétaire, elle est revenue à 0,7% en 2017 après 1,6% en 2016, en relation avec la baisse de 3,1% des prix des produits alimentaires à prix volatils après une hausse de 7,5%, l'inflation sous-jacente ayant accéléré de 0,8% à 1,3%. Les données récentes indiquent une légère décélération de l'inflation de 1,9% en décembre à 1,8% en janvier, traduisant le ralentissement de 5,8% à 3,3% de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils et de 6,7% à 2,6% de celle des prix des carburants et lubrifiants. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés ont marqué une hausse de 2,8% après celle de 0,9% et l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 1,1%.

En termes de perspectives, l'économie mondiale devrait maintenir sa dynamique à moyen terme, confortée par le regain de confiance des opérateurs économiques et des conditions monétaires et financières favorables dans les pays avancés. Après un taux de 2,5% en 2017, la croissance dans la zone euro se consoliderait à 2,2% en 2018 et à 2% en 2019. Aux Etats-Unis, après 2,3% en 2017, elle s'établirait à 2,5% en 2018 et à 2,1% en 2019, soutenue par les réformes fiscales et la dépréciation du dollar.

Dans les pays émergents, l'activité devrait bénéficier de la reprise de la demande émanant des économies avancées et de la hausse des prix du pétrole pour les pays exportateurs. Après leur sortie de récession, les économies russe et brésilienne continueraient à s'améliorer, et en Chine, quoiqu'en décélération, l'activité resterait résiliente à la faveur des mesures de soutien budgétaire.

Sur le marché du travail, l'amélioration de la situation observée aux Etats-Unis devrait se consolider à moyen terme. Après 4,4% en 2017, le taux de chômage s'établirait à 4,3% en 2018 et à 4,4% en 2019, des niveaux proches du plein emploi. Dans la zone euro, ce taux devrait poursuivre sa tendance baissière, passant de 9,1% en 2017 à 8,8% en 2018 et à 8,7% en 2019.

Sur les marchés des matières premières, les cours des produits alimentaires devraient afficher des baisses de 2,8% en 2018 et de 4% en 2019, reflétant essentiellement la décélération de la demande émanant de la Chine. En revanche, le cours du Brent devrait poursuivre sa tendance haussière pour s'établir à 63,7 dollars/bl en 2018, traduisant, outre l'extension de l'accord sur la réduction de la production, la baisse des stocks américains, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et, dans une moindre mesure, l'amélioration de la demande mondiale. En 2019, il devrait légèrement baisser à 61,8 dollars/bl, en lien avec la hausse prévue de la production aux Etats-Unis, au Canada et au Brésil. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, et sous l'effet notamment des surplus des capacités de production, les cours s'établiraient à des niveaux relativement bas. Ils se situeraient, selon les projections de la Banque Mondiale d'octobre 2017, à 345 dollar/mt en 2018 et à 353 dollars/mt en 2019 pour le DAP et à 90 dollars/mt et 92 dollars/mt respectivement pour le phosphate roche.

Dans ces conditions, l'inflation devrait décélérer de 1,5% en 2017 à 1,4% en 2018, avant de revenir à 1,5% en 2019 dans la zone euro, et se stabiliser à 2,3% en moyenne en 2018 et 2019 aux Etats-Unis.

Au niveau national, la dynamique des exportations devrait se consolider avec notamment une importante hausse des ventes de la construction automobile en 2019, selon les données annoncées concernant la mise en production de l'usine Peugeot. En parallèle, le rythme des importations devrait marquer une hausse notable en 2018 à 7,1%, sous l'effet principalement des hausses des acquisitions de biens d'équipement, de la facture énergétique, avant

de revenir à 4,2% en 2019. Pour leur part, les recettes de voyage, et après la hausse exceptionnelle enregistrée en 2017, devraient progresser de 5,7% en 2018 et de 5,2% en 2019, et la progression des transferts MRE devrait s'accélérer à 5% en 2018 et revenir à 4,1% en 2019. Tenant compte également d'une entrée de dons CCG de 7 milliards de dirhams en 2018, le compte courant devrait se creuser légèrement pour avoisiner 4% du PIB en moyenne sur l'horizon de prévision. Au total, et sous l'hypothèse d'afflux d'IDE équivalents à 4,4% du PIB en 2018 et à 3,5% du PIB en 2019, les réserves internationales devraient atteindre 257,3 milliards de dirhams à fin 2018, avant de revenir à 244,4 milliards en 2019, assurant ainsi la couverture de 5 mois et 26 jours et 5 mois et 17 jours respectivement d'importations de biens et services.

Tenant compte de l'évolution des réserves internationales à moyen terme et de la hausse tendancielle de la fiduciaire, le déficit de liquidité des banques devrait s'alléger à 35,5 milliards de dirhams au terme de 2018 et s'accroître à 59,4 milliards à fin 2019. Quant aux conditions monétaires, elles devraient rester accommodantes à moyen terme, en relation avec la dépréciation prévue du taux de change effectif réel, notamment en 2018. Dans ces conditions, tenant compte également des réalisations au titre de 2017 et des projections de la croissance, la prévision du crédit bancaire au secteur non financier a été légèrement ajustée à la baisse à 4,5% en 2018 et 2019.

Au niveau des finances publiques, et sous l'hypothèse de la poursuite de la mobilisation des recettes, d'une maîtrise des dépenses et de la concrétisation des entrées prévues de dons CCG, le déficit budgétaire devrait se stabiliser autour de 3,2% du PIB en 2018 et 2019.

Au plan des comptes nationaux, la croissance se serait située à 4% après 1,2% en 2016, résultat d'un rebond de 14,8% de la valeur ajoutée agricole et d'une légère amélioration à 2,7% de la valeur ajoutée non agricole. Cette évolution reflète également une amélioration des exportations nettes et une consolidation de la demande intérieure. Pour 2018, Bank Al-Maghrib table, sur la base des données pluviométriques et de celles de la situation du couvert végétal arrêtées au 10 mars, sur une production céréalière proche de 80 millions de quintaux et sur une hausse de 2,3% de la valeur ajoutée agricole. Pour les activités non agricoles, elles poursuivraient leur amélioration à un rythme modéré, avec une hausse de 3,2% de leur valeur ajoutée. La croissance nationale se situerait ainsi à 3,3%. En 2019, elle devrait se consolider à 3,5%, avec une progression de la valeur ajoutée agricole de 1,8% sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne et une augmentation de celle des activités non agricoles de 3,6%. Du côté de la demande, la trajectoire de la croissance à moyen terme reflète un rythme soutenu de sa composante intérieure, tirée essentiellement par une reprise de l'investissement et le maintien d'une dynamique soutenue de la consommation finale des ménages. La contribution des exportations nettes ressortirait négative, reflétant une reprise des importations qui devrait plus que compenser la dynamique des exportations, favorisée par une amélioration de la demande étrangère et une dépréciation du taux de change effectif réel.

Dans ces conditions, l'inflation continuerait à évoluer à des niveaux modérés. Sa prévision a été révisée à la hausse pour 2018 à 1,8% tenant compte notamment de l'augmentation des tarifs des produits réglementés, et a été légèrement ajustée à 1,5% pour 2019. Sa composante sous-jacente devrait s'inscrire dans une tendance haussière pour avoisiner 1,4% en 2018 avant d'atteindre 1,9% en 2019, reflétant la consolidation prévue de la demande intérieure et la hausse de l'inflation importée. Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils devraient poursuivre en 2018 leur hausse, à un rythme toutefois moindre qu'en 2017 avant de reculer en 2019, en ligne avec les évolutions prévues du cours du pétrole.



Le scénario central des prévisions de BAM reste entouré de plusieurs risques avec une balance équilibrée pour la croissance et orientée à la hausse pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, elle pourrait être impactée négativement par l'affaiblissement de la demande étrangère adressée au Maroc sous l'effet de plusieurs facteurs notamment les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les politiques restrictives de l'administration américaine en matière de commerce, ainsi que les incertitudes politiques dans certains pays de la zone euro. En revanche, une production céréalière plus importante que prévu et une accentuation de la dépréciation attendue du taux de change effectif réel, en liaison avec la parité euro-dollar, devraient induire des taux de croissance plus élevés. Pour ce qui est de l'inflation, des niveaux plus élevés des cours du pétrole sur le marché international et une augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social, impacteraient à la hausse l'évolution des prix.

1.DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les dernières données de la conjoncture internationale disponibles à fin février font ressortir globalement la poursuite de la dynamique de l'activité économique mondiale. La croissance poursuit sa tendance haussière aux Etats-Unis au Japon et dans la zone euro, elle a continué à être vigoureuse malgré une stabilisation au dernier trimestre 2017. En revanche, elle a ralenti au Royaume-Uni sous l'effet du Brexit. Dans les principales économies émergentes, la croissance s'est stabilisée en Chine, s'est accélérée en Inde et au Brésil et a reculé en Russie. Le raffermissement des conditions économiques s'est accompagné d'une poursuite de l'amélioration de la situation du marché du travail aux Etats-Unis et dans la zone euro. Au niveau des marchés financiers, la montée des craintes d'un resserrement plus rapide que prévu des politiques monétaires, accentuée par la publication d'indicateurs macroéconomiques favorables des économies avancées, s'est traduite par une correction des principaux indices boursiers des pays avancés et émergents, avec une nette hausse de leur volatilité. Parallèlement, les taux de rendement souverains longs des principaux pays avancés se sont sensiblement accrus. Sur les marchés des matières premières, les prix ont globalement augmenté en glissement annuel, à l'exception des produits agricoles dont les cours ont poursuivi leur baisse. Quant à l'inflation, elle s'est accélérée aux Etats-Unis tandis qu'elle a reculé dans la zone euro. Au total, l'ensemble de ces éléments laissent présager des tensions inflationnistes d'origine externe moins modérées au cours des prochains trimestres, en liaison notamment avec l'amélioration de la demande extérieure adressée à l'économie nationale et la poursuite de la hausse des cours des matières premières au niveau international.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, l'orientation favorable de l'activité s'est poursuivie au quatrième trimestre 2017 et ce, dans un contexte caractérisé notamment par des incertitudes quant aux effets potentiels de la récente réforme fiscale (Encadré I.1). Ainsi, la croissance s'est raffermie à 2,5% en glissement annuel après 2,3%, tirée notamment par une amélioration à la fois de la consommation privée et publique et des investissements résidentiels et non résidentiels. Par conséquent, la croissance américaine a terminé l'année 2017 sur un taux moyen de 2,3% après 1,5% en 2016. Dans la zone euro, la croissance a stagné à 2,7% au quatrième trimestre et est ressortie à 2,5% sur l'ensemble de l'année, soit son niveau le plus rapide depuis 10 ans. Par pays, elle a marqué une hausse de 2,3% à 2,5% en France, de 2,7% à 2,9% en Allemagne, une stagnation à 3,1% en Espagne et une légère baisse de 1,7% à 1,6% en Italie.

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

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

Source : Thomson Reuters Eikon.

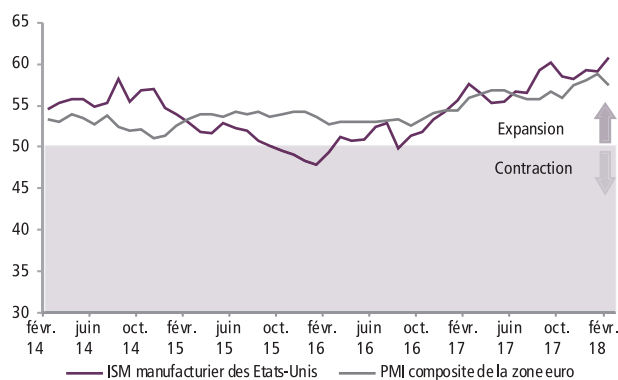
En revanche, l'économie britannique a marqué un essoufflement palpable avec une décélération de la croissance au quatrième trimestre à 1,4% après 1,8% un trimestre auparavant. Cette évolution s'explique principalement par l'affaiblissement de la consommation

des ménages dont le pouvoir d'achat s'est réduit en lien avec la dépréciation de la livre sterling. A l'inverse, la croissance au Japon, s'est accéléré passant de 1,9% à 2,1%, avec une amélioration de la consommation privée et celle des investissements publics.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a stagné à 6,8% au quatrième trimestre en Chine, les impacts liés à l'embellie économique dans les pays avancés ayant été contrebalancés par le ralentissement de la demande intérieure. En revanche, la croissance au Brésil et en Inde fait état d'une nette amélioration à 2,1% après 1,4% et à 6,7% contre 6,1% respectivement. Par ailleurs, les dernières données disponibles pour la Russie, qui restent celles du troisième trimestre, indiquent un ralentissement de 2,5% à 1,8% en Russie.

Quant aux indicateurs à haute fréquence, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis montre une amélioration en février à 60,8 points, après 59,1 points un mois auparavant. A l'inverse, l'indice PMI composite de la zone euro s'est incliné à 57,5 points, après 58,8 points enregistrés en janvier.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

cinquième mois consécutif. Les créations d'emplois ont atteint 313.000 postes en février contre 239.000 en janvier. Au terme de l'année 2017, le taux de chômage américain ressort en baisse à 4,4% au lieu de 4,9% en 2016. Dans la zone euro, ce taux s'est stabilisé à 8,6% en janvier, son niveau le plus faible depuis décembre 2008. Au terme de l'année 2017, il s'est replié à 9,1% en moyenne après 10% en 2016. Par pays, il a stagné en janvier à 9,0% en France, et à 3,6% en Allemagne. Il a en revanche augmenté à 11,1% en Italie contre 10,9% le mois précédent, et a baissé à 16,3% en Espagne contre 16,4% un mois auparavant. Quant au Royaume-Uni, les chiffres du mois de novembre indiquent une stabilisation du taux de chômage à 4,3% par rapport au mois précédent.

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

	2016	2017	2017		2018
			déc.	janv.	févr.
Etats-Unis	4,9	4,4	4,1	4,1	4,1
Zone euro	10,0	9,1	8,6	8,6	n.d
France	10,1	9,4	9,0	9,0	n.d
Italie	11,7	n.d	10,9	11,1	n.d
Allemagne	4,1	3,8	3,6	3,6	n.d
Espagne	19,6	17,2	16,4	16,3	n.d
Royaume-Uni	4,8	n.d	n.d	n.d	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

1.1.2 Marché de l'emploi

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage aux Etats-Unis a stagné à 4,1% en février 2018 pour le

Encadré 1.1 : La réforme fiscale aux Etats-Unis et son éventuel impact sur l'économie américaine

En date du 22 décembre 2017, le Président Donald Trump a promulgué une loi sur la réforme de la fiscalité aux Etats-Unis prévoyant près de 1.450 milliards de dollars d'allègements fiscaux sur 10 ans, soit 0,7% du PIB américain¹, et qui, de par son ampleur, constitue la plus importante réforme du pays depuis la refonte du code des impôts sous la présidence de Ronald Reagan en 1986². Entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2018, cette réforme vise essentiellement à rendre les Etats-Unis plus attractifs pour les entreprises et à simplifier et à réduire les impôts sur le revenu des particuliers. Les principales mesures de cette réforme pour les entreprises et les particuliers sont résumées dans le tableau ci-après :

Entreprises	<ul style="list-style-type: none"> • Réajustement de la taxe sur les bénéfices des entreprises qui passe de 35% à 21%. • Déduction de 20% jusqu'à 315.000 dollars en faveur des entreprises dont les profits ne sont déclarés qu'à travers des revenus de leurs propriétaires. Au-delà, un taux effectif de 29,6% est appliqué. • Suppression de la taxe sur les profits des entreprises américaines réalisés à l'étranger. Les multinationales sont désormais imposées uniquement sur leurs profits américains et non plus mondiaux. • Incitation au rapatriement de 2.000 à 4.000 milliards de dollars de profits de l'étranger grâce à une taxe comprise entre 8% et 15,5%. L'ancien régime fiscal taxait ces profits à 35% au moment de leur rapatriement. • Nouveau système de taxation des transferts entre les sociétés américaines et leurs filiales étrangères, notamment sur les brevets et la propriété intellectuelle, pour éviter que les entreprises ne déplacent leurs centres de profits à l'étranger. • Forte incitation à l'investissement à travers l'élimination de l'amortissement des dépenses en équipements sur cinq ans.
Particuliers	<ul style="list-style-type: none"> • Réajustement et réduction de la septième tranche d'imposition, à savoir celle des ménages les plus riches, qui passe de 39,6% à 37%, les 6 autres taux d'imposition ayant été gardés inchangés (10%, 15%, 25%, 28%, 33% et 35%). • Quasi-doublement des déductions forfaitaires, passant pour un couple de 12.700 dollars à 24.000 dollars, afin de limiter le nombre de foyers qui déclarent des déductions spécifiques³. • Doublement du crédit d'impôt par enfant à 2.000 dollars. • Suppression de la taxe sur les héritages au-dessous de 10 millions de dollars. • Suppression de la déduction des intérêts sur les prêts immobiliers au-delà d'une valeur de la propriété à 750.000 dollars. • Suppression de l'amende imposable aux américains qui ne souscrivent pas à une assurance maladie privée, théoriquement obligatoire depuis 2010.

En termes d'impact, la réforme fiscale devrait se transmettre à l'économie américaine⁴ à travers : (i) la demande, par une augmentation de la consommation et des investissements ; (ii) l'offre, via l'augmentation du stock de capital ; et (iii) la politique monétaire, par une hausse plus rapide des taux d'intérêt. En outre, bien que le timing et l'ampleur de l'impact direct restent actuellement très incertains, il est prévu que la facture fiscale de cette réforme ait un impact modeste sur l'économie américaine, la croissance et la production potentielle devraient être affectées positivement avec un pic à partir de la seconde moitié de 2018.

1 Selon une estimation du Congrès américain.

2 Selon Reuters en date du 22 décembre.

3 Les contribuables américains peuvent choisir entre deux régimes de déduction fiscale : l'un se fait en analysant chaque niche fiscale, l'autre est forfaitaire, l'idée étant d'encourager les ménages à opter davantage pour le forfaitaire.

4 Projections du réseau GPM de janvier 2018.

Pour sa part, le FMI⁵ estime que cette réforme fiscale devrait à court terme stimuler l'activité économique américaine en liaison principalement avec la réaction de l'investissement aux baisses de l'impôt sur les bénéfices des sociétés. Il suppose également que la baisse des recettes fiscales ne sera pas compensée par des compressions de dépenses à court terme et qu'une demande intérieure plus vigoureuse devrait accroître les importations et creuser le déficit des transactions extérieures courantes.

Dans ces conditions, le FMI prévoit que la réforme fiscale devrait contribuer à la croissance américaine jusqu'à fin 2020, avec à terme, un PIB réel du pays supérieur de 1,2% à ce qu'il aurait été sans cette réforme. Toutefois, étant donné d'une part, l'augmentation du déficit budgétaire qui exigera à la fin un ajustement et d'autre part, la nature temporaire de certaines dispositions de la réforme, la croissance américaine devrait diminuer à partir de 2022 pour quelques années, annulant en partie de ce fait les gains enregistrés d'ici-là. Cette dynamique économique aura par ailleurs des répercussions favorables sur la demande pour les partenaires commerciaux des Etats-Unis, en particulier le Canada et le Mexique et plus globalement sur l'économie mondiale. A cet égard, le Fonds a indiqué que les effets de cette réforme sur la production des Etats-Unis et de ses partenaires commerciaux représentent environ la moitié de la révision⁵ cumulée de la croissance mondiale sur la période 2018-2019.

Enfin, il ressort des minutes de la dernière réunion de la politique monétaire⁶ de la FED que « les effets suggérés de la réforme des impôts sur les dépenses des consommateurs et des entreprises, quoique encore incertains, pourraient être plus importants qu'estimés à court terme ». Par conséquent, elle considère que le taux de croissance américain risque « d'excéder ses estimations, que les conditions du marché de l'emploi vont se resserrer davantage et que les prix vont sans doute augmenter en 2018 ».

⁵ Projections du WEO de janvier 2018.

⁶ Réunion en date du 31 janvier 2018

1.2 Conditions monétaires et financières

Les craintes d'un durcissement plus important des politiques monétaires des banques centrales des pays avancés notamment la FED, combinées à l'accélération de l'inflation et à la hausse des salaires aux Etats-Unis, ont engendré de vives tensions sur les marchés boursiers mondiaux, en particulier durant les dix premiers jours de février. Les indices américains ont ainsi subi une correction qui s'est transmise aux principaux indices des autres économies avancées et émergentes. Malgré les hausses observées par la suite, ces indices ressortent tous en baisse entre janvier et février, de 3,4% pour le Dow Jones, 5,2% pour l'Eurostoxx 50, 5,5% pour le

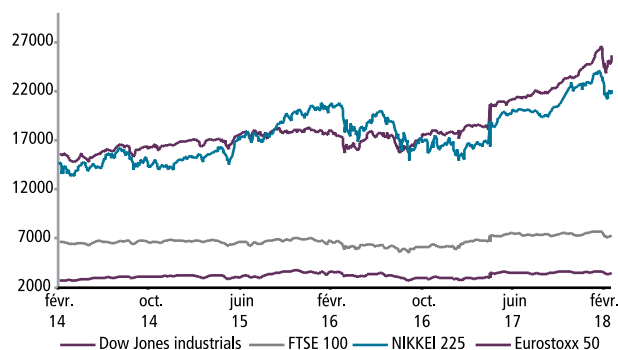
FTSE 100 et 7,2% pour le NIKKEI 225. Parallèlement, les indices de volatilité ont quasiment doublé pour s'établir à 22,7 points de base pour le VIX et à 21,9 points de base pour le VSTOXX.

Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a diminué de 2,2%, recouvrant notamment des baisses de 2,7% de l'indice de la Chine, de 4,5% de celui de l'Inde et de 0,8% de celui de la Turquie.

La contre-performance des marchés boursiers et le renforcement des anticipations d'une orientation plus

restrictive de la politique monétaire américaine se sont traduits par une hausse du taux de rendement souverains à 10 ans des principales économies avancées. Il est ainsi passé entre janvier et février de 2,6% à 2,9% pour les Etats-Unis, de 0,5% à 0,7% pour l'Allemagne et de 0,7% à 0,9% pour la France. Il a également augmenté pour la Grèce et l'Italie et a stagné pour le Portugal et l'Espagne.

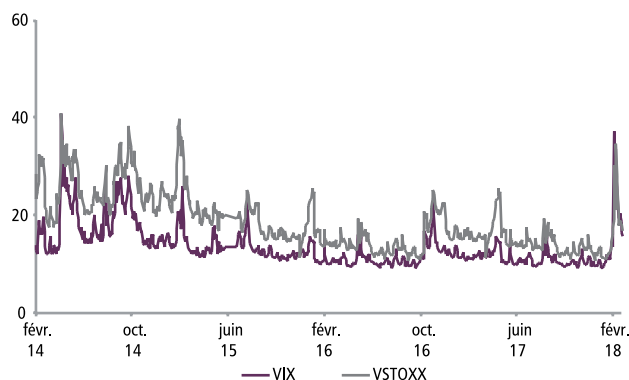
Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement souverains à 10 ans a enregistré entre janvier et février une hausse de 7,4% à 7,6% pour l'Inde et une baisse de 4% à 3,9% pour la Chine. Il a par ailleurs stagné à 11,6% pour la Turquie et à 9,4% pour le Brésil.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX

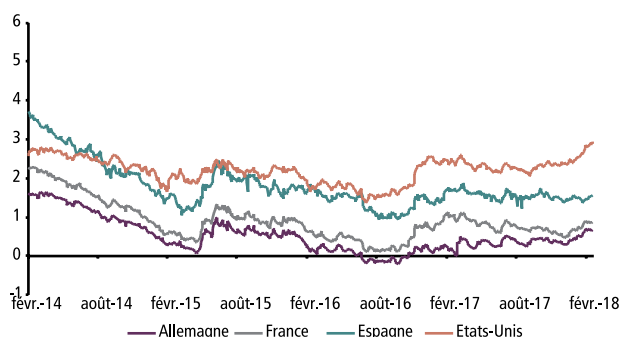


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois est resté inchangé à -0,3%, tandis que le Libor de même maturité

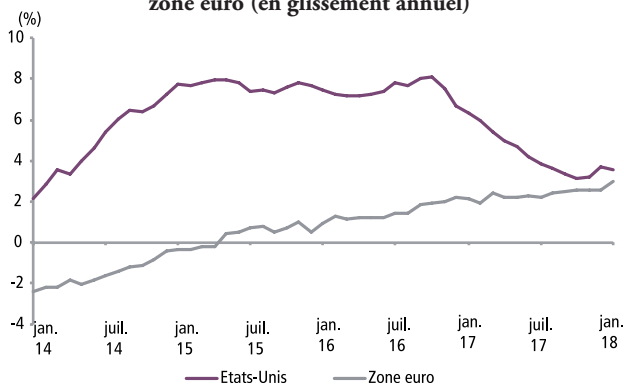
est passé de 1,7% à 1,9%. Le crédit bancaire, quant à lui, a vu son rythme annuel légèrement décélérer aux Etats-Unis de 3,7% en décembre à 3,5% en janvier à l'opposé de la zone euro, où il s'est accéléré de 2,6% à 3%.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters Eikon.

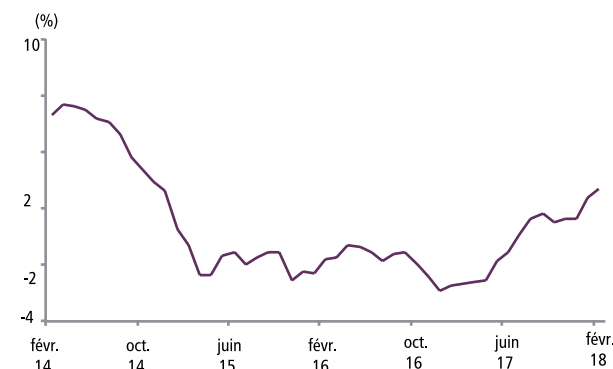
Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié entre janvier et février de 1,3% par rapport au dollar, s'établissant à 1,24 dollar. En revanche, il s'est déprécié de 1,4% vis-à-vis du yen japonais et est resté inchangé contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, la roupie indienne s'est dépréciée de 1,1% vis-à-vis du dollar, tandis que le yuan chinois s'est apprécié de 1,7% et que la lire turque et le real brésilien sont restés inchangés.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 8 mars de maintenir son taux directeur à

0%, tout en indiquant qu'elle prévoit que l'ensemble de ses taux resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. La Banque a également confirmé que ces achats, au rythme mensuel de 30 milliards d'euros, devraient être réalisés jusqu'à fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif.

De même, la FED a décidé le 31 janvier de maintenir inchangée la fourchette cible des fonds fédéraux à 1,25%-1,50% et ce, compte tenu des conditions actuelles et prévues au niveau du marché du travail et de l'inflation. La FED a réitéré que sa politique monétaire reste accommodante soutenant ainsi des conditions favorables sur le marché du travail et un retour graduel de l'inflation à 2%.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Dans le même sens, la Banque d'Angleterre a maintenu le 8 février son taux directeur inchangé à 0,5%. Elle a aussi décidé de maintenir le stock d'achats d'obligations notées « investment-grade » d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling et de celui des achats d'obligations du gouvernement britannique à 435 milliards de livres sterling.

Au niveau des pays émergents, la Banque centrale du Brésil a abaissé le 7 février son taux directeur de 0,25 point de pourcentage à 6,75%, son plus bas

niveau historique tout en indiquant que l'ensemble des indicateurs d'activité économique disponibles font ressortir une reprise soutenue de l'économie. De même, la Banque centrale de Russie a réduit le 9 février son taux directeur de 0,25 point de pourcentage à 7,5% compte tenu de l'affaiblissement de l'inflation, tout en affirmant qu'elle continuerait à réduire le taux directeur et pourrait achever la transition d'une politique monétaire modérément restrictive à une politique monétaire neutre en 2018. Enfin, la Banque de Réserve de l'Inde a gardé le 7 février son taux inchangé à 6%.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

En 2017, le prix du Brent s'est significativement redressé pour s'établir en moyenne à 54,4 dollars, soit une hausse de 23,5% par rapport à 2016. Ce mouvement a été favorisé dans une large mesure par des facteurs d'offre dont principalement la réduction de la production pétrolière de l'OPEP et des producteurs non-membres, des perturbations temporaires de la production pétrolière suite aux ouragans et aux tensions géopolitiques. En février, le cours du Brent s'est replié de 5,2% après avoir augmenté de 7,4% un mois auparavant. Il ressort toutefois en hausse de 17,9% en glissement annuel pour s'établir à 65,4 dollars. S'inscrivant sur la même tendance, le cours du gaz naturel a reculé de 9,1% par rapport au mois de janvier mais a porté sa variation annuelle à 9,6%. Il s'échangeait à 6,87 dollars le mBTU¹ sur le marché européen.

¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent en dollars

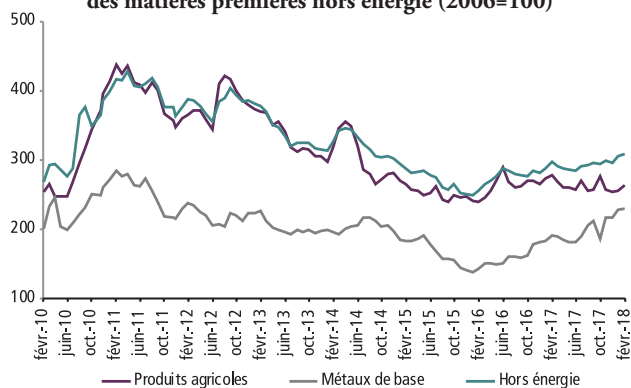


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, les cours ont enregistré un accroissement de 4,2% en glissement annuel, portés essentiellement par les métaux de base dont les prix ont grimpé de 20,1%. A l’opposé, ceux des produits agricoles se sont repliés de 5,4% en raison d’une offre toujours importante.

Graphique 1.8 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (2006=100)

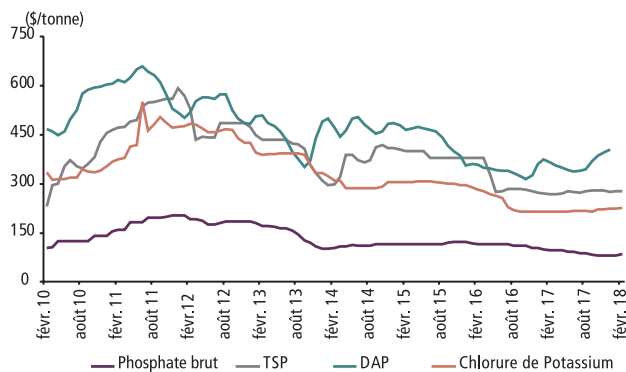


Source : Thomson Reuters Eikon.

Au niveau des marchés des engrais, le prix du phosphate brut a progressé de 6,2% à 86 dollars, le DAP de 2,3% à 404 dollars, le l’urée de 2,2% à 229 dollars et le chlorure de potassium de 0,4% à 226 dollars. Seul le TSP continue de stagner à 278 dollars la tonne. En glissement annuel, les cours ressortent en hausse de 12,2% pour le DAP, de 5,6% pour le chlorure de

potassium et de 3% pour le TSP. A l’inverse, les prix du phosphate brut et de l’urée ont fléchi de 12,2% et de 7,3% respectivement. En ce qui concerne le blé dur, les dernières données indiquent un accroissement de son prix de 4,4% comparativement à décembre et de 25,4% en glissement annuel et ce, en lien avec la poursuite des inquiétudes sur les récoltes des grands producteurs.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés

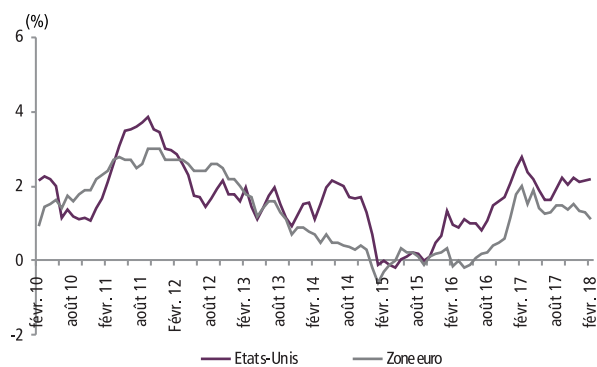


Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Selon Eurostat, l’inflation dans la zone euro a reculé de 1,3% en janvier à 1,1% en février. Par pays, hormis l’Espagne qui a connu une progression de 0,7% à 1,2%, l’inflation a baissé de 1,4% à 1,2% en Allemagne, de 1,5% à 1,3% en France et de 1,2% à 0,5% en Italie. Aux Etats-Unis, après deux mois de stagnation à 2,1%, la hausse des prix à la consommation s’est accrue à 2,2% en février. Quant aux autres principaux pays avancés, les dernières données demeurent celles de janvier et font état d’un accroissement à 1,3% au Japon et d’une stagnation à 3% au Royaume-Uni. Dans les économies émergentes, l’inflation s’est accélérée en février de 1,5% à 2,9% en Chine tandis qu’elle est demeurée inchangée à 2,2% en Russie. Pour ce qui est de l’Inde et du Brésil, les dernières données indiquent des taux respectifs à 5,1% et 2,9% en janvier.

Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Eurostat. et BLS

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

	2016	2017	2017/2018		
			déc.	janv.	févr.
Etats-Unis	1,3	2,1	2,1	2,1	2,2
Zone Euro	0,2	1,5	1,4	1,3	1,1
Allemagne	0,4	1,6	1,6	1,4	1,2
France	0,3	1,2	1,2	1,5	1,3
Espagne	-0,2	2,0	1,2	0,7	1,2
Italie	-0,1	1,4	1,0	1,2	0,5
Royaume-Uni	0,7	2,6	3,0	3,0	N.D
Japon	-0,1	0,4	1,1	1,3	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon et FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

En 2017, le déficit commercial est ressorti à 190,2 milliards, en léger creusement de 5,2 milliards par rapport à l'année précédente. Cette évolution est le résultat d'une hausse de 26,3 milliards des importations, tirée par l'augmentation de la facture énergétique, plus importante que celle de 21,1 milliards des exportations, liée principalement à la poursuite de la dynamique des secteurs des phosphates et de l'automobile. Le taux de couverture a ainsi atteint 56,3% après 54,8% en 2016.

Pour les autres composantes du compte courant, le rythme de progression des recettes voyages a affiché une hausse notable de 8,5% et celui des transferts des MRE s'est accru à 4,5%. Quant aux principales opérations financières, le flux net d'IDE a augmenté de 15,4%, traduisant des baisses de 60,1% des cessions d'investissements et de 14,9% des entrées. Le flux net des investissements des marocains à l'étranger a également augmenté de 3,6 milliards pour atteindre 9,3 milliards de dirhams. Dans ces conditions et tenant compte des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes se sont établies à 240,9 milliards de dirhams, assurant la couverture de 5 mois et 21 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

La dynamique des exportations s'est poursuivie en 2017, avec une progression de 9,4% par rapport à 2016. L'amélioration a concerné l'ensemble des principaux secteurs et a été tirée essentiellement par la performance des ventes des phosphates et dérivés qui, malgré une baisse des prix à l'export, ont affiché un taux de progression de 11,1% à 44 milliards de dirhams. Cette évolution est en liaison, en grande partie, avec la hausse de 4 milliards des ventes d'engrais naturels et chimiques qui ont atteint 25 milliards. De même, les exportations du secteur automobile, quoiqu'en décélération, ont enregistré une augmentation de 7,3% à 58,6 milliards et celles du secteur textile et cuir ont affiché un rythme de progression de 6,1% contre 6,8% un an auparavant. S'agissant des ventes des produits agricoles et agro-alimentaires, elles se sont élevées à 51,9 milliards, en hausse de 7% par rapport à l'année précédente.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

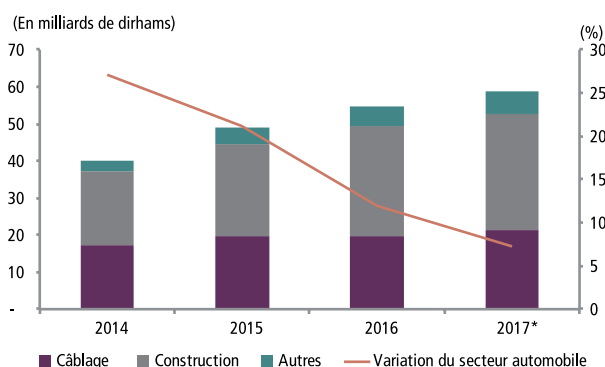
Secteurs/ Segments	2016	2017	Variations (en millions de Dh)	
			En valeur	En %
Exportation	223 965	245 059	21 094	9,4
Phosphates et dérivés	39 600	44 007	4 407	11,1
Automobile	54 630	58 598	3 968	7,3
Agriculture et Agro-alimentaire	48 488	51 888	3 400	7,0
Textile et Cuir	35 290	37 454	2 164	6,1
Aéronautique	9 215	11 057	1 842	20,0
Electronique	8 432	9 070	638	7,6
Industrie pharmaceutique	1 100	1 163	63	5,7
Autres	27 210	31 822	4 612	16,9

Source : Office des changes.

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

	2017/2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	12,9	40,0	-19,3
Engrais naturels et chimiques	18,9	23,3	-3,6
Acide phosphorique	-4,7	5,3	-9,5

Source : Office des changes.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile

* Données provisoires

Source : Office des changes.

2.1.2 Importations

L'augmentation de 6,4% des importations globales est attribuable principalement à l'alourdissement de la facture énergétique de 27,4% à 69,5 milliards, reflétant des accroissements de 31,1% pour les acquisitions du gaz-oils et fuel-oils et de 24,1% pour le gaz de pétrole et autres hydrocarbures. De même, les achats de biens de consommation ont connu une augmentation de 5,2% et ceux de biens d'équipements ont progressé de 2%. A l'inverse, les acquisitions de produits alimentaires ont accusé une baisse de 4,7% à 42,5 milliards, avec une diminution de 34,7% des importations de blé à 8,3 milliards.

Au total, le déficit commercial s'est élevé à 190,2 milliards de dirhams, en creusement de 2,8% par rapport à 2016 ou 5,2 milliards et le taux de couverture est passé de 54,8% à 56,3% à fin 2017.

Tableau 2.3 : Evolution des importations

Groupements d'utilisation)	2017	2016	Variations (en millions de Dh)	
			En valeur	En %
Importations (CAF)	435 276	408 970	26 306	6,4
Produits énergétiques	69 470	54 519	14 951	27,4
Biens d'équipement	105 785	103 672	2 113	2,0
Produits bruts	20 659	17 833	2 826	15,8
Produits finis de consommation	101 689	96 697	4 992	5,2
Demi produits	95 042	91 568	3 474	3,8
Produits alimentaires	42 518	44 600	-2 082	-4,7

Source : Office des changes

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

	2017/2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	-34,7	-42,3	13,0
Gas-oils et fuel-oils	31,1	7,3	22,1
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	24,1	1,1	22,7
Soufres bruts et raffinés	7,0	9,6	-2,4

Source : Office des changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de la balance des services, les recettes de voyages ont affiché un accroissement de 8,5% pour atteindre 69,7 milliards de dirhams. Quant aux services de transport, les recettes ont progressé de 13,8% à 28,8 milliards et les dépenses ont augmenté de 21,8% à 38,7 milliards de dirhams. Au total, la balance des services a affiché un solde excédentaire de 68,1 milliards de dirhams, en hausse de 2,3% par rapport l'année précédente.

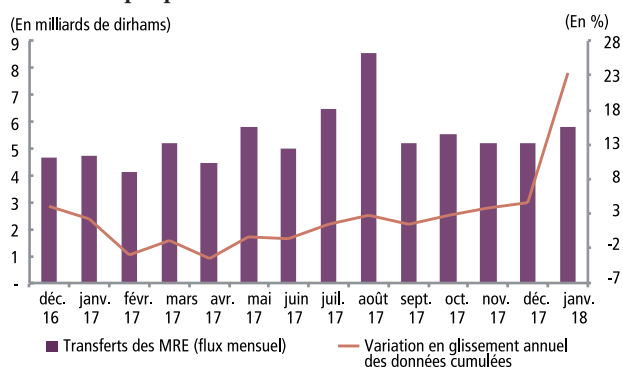
Pour ce qui est des transferts des MRE, leur rythme de progression s'est accéléré de 4% en 2016 à 4,5% en 2017, atteignant ainsi 65,4 milliards de dirhams.

Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services

(En millions de DH)	2017	2016	Variations	
			En valeur	En %
Importations	94 473	84 006	10 467	12,5
Service de transport	38 741	31 798	6 943	21,8
Voyages	17 032	14 302	2 730	19,1
Exportations	162 560	150 535	12 025	8,0
Service de transport	28 786	25 296	3 490	13,8
Voyages	69 663	64 226	5 437	8,5
Solde	68 087	66 529	1 558	2,3

Source : Office des changes.

Graphique 2.2 : Evolution des transferts MRE



Source : Office des changes.

alimentaires ainsi que de l'alourdissement de la facture énergétique.

Pour leur part, les recettes voyages se sont inscrites en hausse de 40,6% et les transferts des MRE ont augmenté de 23,4%. Le flux net des investissements direct étrangers s'est situé à 1,8 milliard, en hausse de 19,5% par rapport à la même période de l'année précédente et celui des investissements des marocains à l'étranger s'est élevé à 1,5 milliard, soit une augmentation de 30,3%.

2.3 Compte financier

Le flux net d'IDE a augmenté de 3,3 milliards pour s'établir à 24,4 milliards de dirhams, avec des diminutions de 8,5 milliards des cessions d'investissements et de 5,3 milliards des recettes. Le flux net des investissements des marocains à l'étranger s'est, pour sa part, accru de 3,6 milliards.

Compte tenu de ces évolutions et de celles des autres opérations financières, l'encours des réserves internationales nettes a reculé de 3,3% d'une année à l'autre à 240,9 milliards au terme de l'année 2017, assurant la couverture de 5 mois et 21 jours d'importations de biens et services.

Les données provisoires relatives au mois de janvier 2018 laissent constater une poursuite du creusement du déficit commercial qui a atteint 15,4 milliards, reflétant une augmentation de 3,7% aussi bien du rythme de progression des importations que celui des exportations.

L'augmentation des exportations traduit l'amélioration des ventes des principaux secteurs, avec notamment une poursuite de la dynamique dans le secteur des phosphates et dérivés et de la construction automobile. La progression des importations résulte, quant à elle, de la hausse importante des acquisitions des produits

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Durant le quatrième trimestre 2017, les conditions monétaires ont été marquées par une légère appréciation du taux de change effectif réel et une hausse des taux débiteurs. En ce qui concerne le crédit au secteur non financier, son rythme a poursuivi son amélioration, reflétant une accélération des prêts accordés aux entreprises privées et aux entrepreneurs individuels. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont poursuivi leur augmentation entamée depuis le début de l'année et les réserves internationales nettes ont accusé une baisse moins accentuée par rapport au trimestre auparavant. Au total, le rythme de progression de la masse monétaire s'est accéléré de 5,2% à 5,7%.

Sur les marchés des actifs, après avoir progressé de 1% au troisième trimestre, les prix de l'immobilier ont enregistré, au quatrième trimestre, une baisse de 1,3% en glissement trimestriel. Cette évolution résulte des replis des prix de 1,9% pour les appartements et de 1,2% pour les terrains, ceux des biens à usage professionnel ayant, en revanche, augmenté de 3,4%. Sur le marché boursier, le MASI a enregistré une hausse de 2% au quatrième trimestre, portant sa performance depuis le début de l'année à 6,4%. Les transactions, pour leur part, se sont élevées à 28,8 milliards, en raison notamment du volume important enregistré en décembre au titre des opérations habituelles d'aller-retour.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

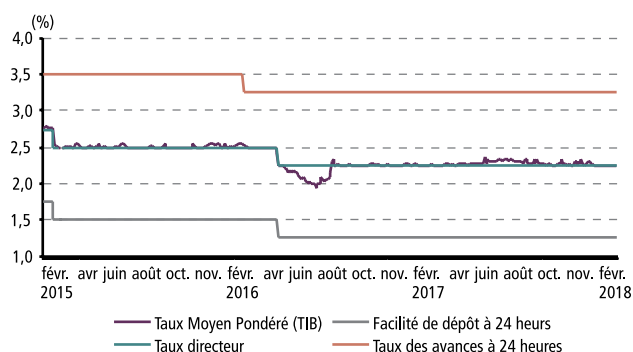
La situation de liquidité des banques a connu une nette amélioration durant le quatrième trimestre 2017, le besoin s'étant atténué à 48,6 milliards de dirhams en moyenne contre 67,3 milliards un trimestre auparavant, reflétant notamment la hausse importante des réserves de change. Ainsi, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 50 milliards, dont 45,8 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 3,2 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME et 1 milliard via les avances à 24 heures.

Les dernières données disponibles relatives aux mois de janvier et février 2018 indiquent la poursuite de l'atténuation du déficit de liquidité qui s'est établi à 44,4 milliards en moyenne.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté aligné sur le taux directeur. Sur le marché des bons du Trésor, les taux ont connu des baisses pour l'ensemble des maturités, aussi bien sur le marché primaire que secondaire. En janvier 2018, les émissions ont été

assorties avec des taux en hausse de 8 points pour la maturité de 5 ans et de 14 points de base pour celle de 2 ans.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

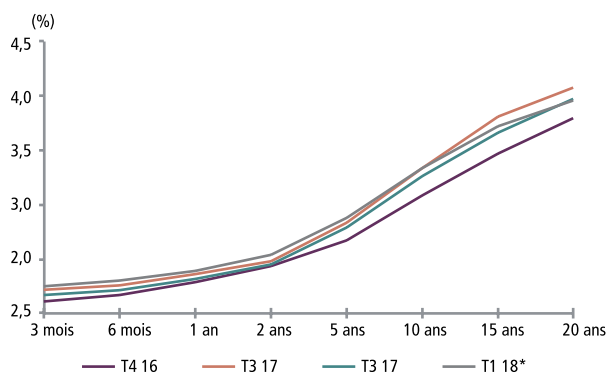


Source : BAM.

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

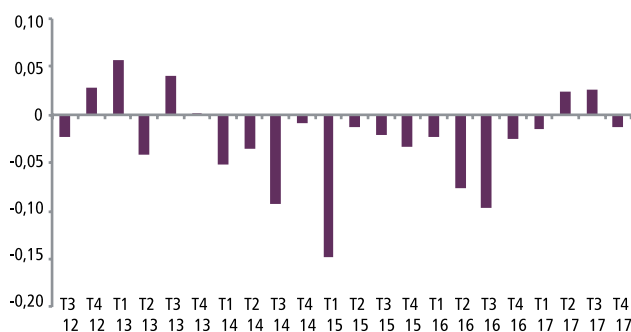
	2016				2017				2018
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4.	janv.
52 semaines	2,57	1,93	2,33	2,30	2,32	2,26	2,36	2,29	2,42
2 ans	2,63	2,05	2,48	2,44	2,52	2,41	2,49	2,44	2,58
5 ans	2,92	2,30	2,71	2,69	2,83	2,78	2,83	2,77	2,85
10 ans	3,48	2,87	3,22	3,08	3,27	3,27	3,32	3,28	-
15 ans	3,77	3,22	-	-	3,87	3,87	3,87	3,71	3,70

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



Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt ont enregistré globalement de légères hausses durant les trois derniers mois de l'année 2017. A l'inverse, les taux créditeurs sont restés quasiment inchangés à 2,80% pour les dépôts à 6 mois et à 3,10% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques est demeuré quasi-stable au cours du quatrième trimestre 2017.

Graphique 3.3: Variation du coût de financement des banques



Pour ce qui est des taux débiteurs, leur moyenne pondérée a augmenté de 17 points de base au quatrième trimestre 2017 pour s'établir à 5,77%. Cette évolution reflète une hausse de 20 points de base des taux assortissant les prêts aux entreprises avec notamment des augmentations de 16 points pour les facilités de trésorerie et de 21 points pour les prêts à l'équipement. De même, les taux appliqués sur les crédits aux particuliers ont augmenté de 23 points suite à la hausse de 26 points de ceux assortissant les prêts à l'habitat.

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

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2016				2017			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux global	5,55	5,25	5,08	5,17	5,48	5,26	5,60	5,77
Particuliers	6,02	5,72	5,78	5,71	5,88	5,76	5,69	5,92
Crédits immobiliers	5,00	4,96	4,94	4,83	4,88	4,75	4,68	4,94
Crédits à la consommation	6,91	6,63	6,64	6,64	6,71	6,67	6,60	6,56
Entreprises	5,44	5,15	4,98	5,08	5,41	5,17	5,56	5,76
Crédits de trésorerie	5,38	5,11	4,94	5,19	5,44	5,19	5,65	5,81
Crédits à l'équipement	5,50	4,94	4,87	4,40	4,76	4,87	5,09	5,30
Crédits immobiliers	6,33	6,10	5,73	5,69	5,86	5,78	5,82	6,95
Entrepreneurs individuels	7,93	7,54	6,89	7,44	8,08	7,82	8,14	5,57

Source : BAM.

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2015				2016				2017			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
6 mois	3,60	3,56	3,46	3,31	3,18	2,94	2,90	2,86	2,80	2,81	2,80	
12 mois	3,83	3,74	3,78	3,67	3,55	3,33	3,30	3,20	3,10	3,09	3,10	

3.1.2 Taux de change

Au cours du quatrième trimestre 2017, l'euro s'est légèrement apprécié de 0,28%, en glissement trimestriel, par rapport au dollar américain pour s'établir à 1,18. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,11% vis-à-vis de l'euro et s'est appréciée de 0,17% contre le dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 8,30% face à la lire turque et de 2,83% par rapport au réal brésilien alors qu'il s'est déprécié de 0,67% contre le yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est légèrement apprécié de 0,3% en termes nominaux et de 0,5% en termes réels.

Encadré 3.1 : Passage vers un régime de change plus flexible

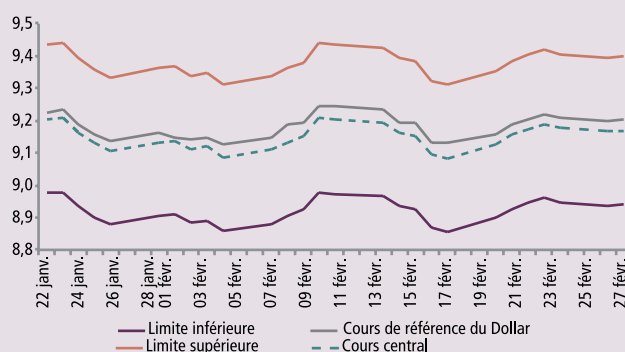
Le Ministère de l'Économie et des Finances, et après concertation avec Bank Al-Maghrib, a décidé d'adopter, à partir du lundi 15 janvier 2018, un régime de change plus flexible. La parité du dirham évoluera, dans le cadre de ce nouveau régime, à l'intérieur d'une bande de fluctuation de $\pm 2,5\%$, contre $\pm 0,3\%$ auparavant, par rapport à un cours central fixé par Bank Al-Maghrib sur la base d'un panier de devises composé à hauteur de 60% de l'euro et de 40% du dollar américain.

Dans le cadre de ce nouveau régime, Bank Al-Maghrib fixe le cours central du dirham contre le dollar américain ainsi que les limites de la bande de fluctuation et les actualise préalablement à chaque séance d'adjudication de devises et en cas de variation significative des cours de change à l'international. Pour la détermination des cours centraux et des bandes de fluctuation du dirham contre les autres devises, les banques se réfèrent à ceux du dirham contre le dollar et aux cours des dites devises contre le dollar sur le marché international.

Sur la base des cotations des banques ayant le statut de teneur de marché¹, la Banque publie également les cours de référence des devises contre dirham qui représentent une référence pour le marché et peuvent être utilisés par les opérateurs afin de valoriser leur position de change.

En vue de réguler la liquidité sur le marché de change, la Banque peut intervenir, à son initiative, à travers des opérations d'achat ou de vente de devise contre dirham par voie d'adjudication. Elle peut également utiliser d'autres instruments notamment les achats ou ventes de devises contre dirham de gré à gré, les prêts et emprunts de devises et les swaps de change devises contre dirham.

Graphique E 3.1.1: Evolution des cours de référence du dollar



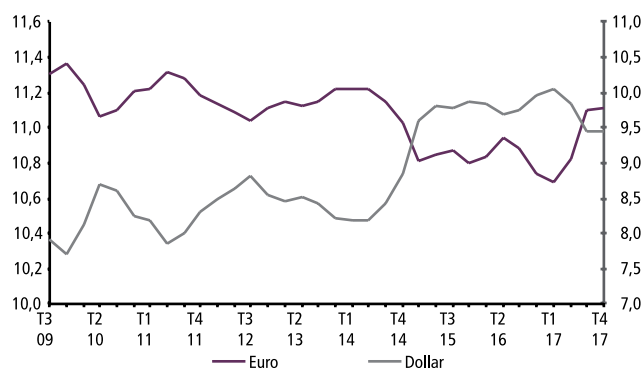
Depuis le passage à ce nouveau régime, les cours de change de référence du dollar contre dirham ont été globalement maintenus à des niveaux proches du cours central de la bande de fluctuation. En ce qui concerne les adjudications, Bank Al-Maghrib a procédé à 18 opérations de vente de devises pour un montant total de 214 millions de dollars.

Tableau E 3.1.1: Adjudication de devises

	15 au 19 janv	22 au 26 janv	29 janv au 2 fév	5 au 9 fév	12 au 16 fév	19 au 23 fév
Devise	dollar	dollar	dollar	dollar	dollar	dollar
Montant (en millions \$)	12	18	75	109	0	0
Cours moyen (DH/\$)	9,2401	9,1804	9,1482	9,2044	-	-

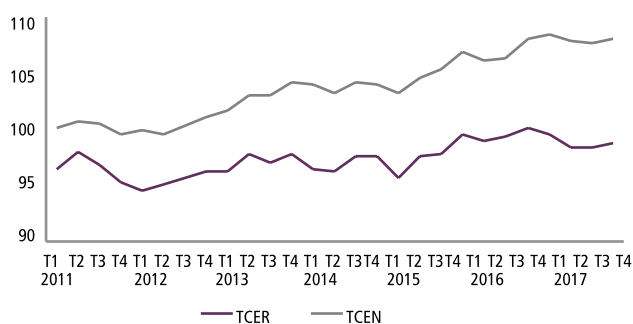
¹ Les teneurs de marché sont les banques qui s'engagent à respecter les obligations fixées par Bank AL-Maghrib en matière notamment de cotation ferme en continu à l'achat et la vente de la parité USD/MAD. En contrepartie, seuls les teneurs de marché peuvent participer aux adjudications de devises.

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)



Source : calcul de BAM.

Sur le marché de change, le volume des ventes des banques à la clientèle a connu au quatrième trimestre des hausses de 5,4% pour les opérations au comptant à 23,6 milliards de dirhams et de 11% pour celles à terme à 10,8 milliards. En ce qui concerne les achats, ils ont progressé de 4,5% à 23,5 milliards pour les transactions au comptant et de 31,2% pour celles à terme à 2,8 milliards. S'agissant des opérations des banques avec Bank Al-Maghrib, les achats se sont établis en moyenne à 372 millions de dirhams après 555 millions au troisième trimestre. Dans ces conditions, la position nette de change des banques ressort à 2,7 milliards à fin décembre après 4,8 milliards à fin septembre.

3.1.3 Situation monétaire

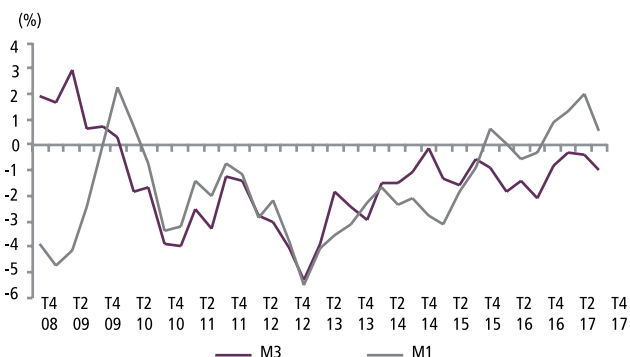
Le rythme de progression de l'agrégat M3 s'est accéléré à 5,7% au quatrième trimestre, après 5,2% un trimestre auparavant. L'analyse des composantes de la

masse monétaire fait ressortir une hausse de 4,6% des titres des OPCVM monétaires, après une diminution de 4,1%. En parallèle, les dépôts à terme ont vu leur baisse s'atténuer de 7,8% à 7%, reflétant une diminution de 3,8% de ceux des ménages, moins accentuée que celle de 6,6% au trimestre précédent. En revanche, ceux des entreprises privées et publiques ont accusé des reculs respectifs de 8% et de 16,3%, contre 7,7% et de 9,9%.

Pour ce qui est des dépôts à vue, ils se sont accrus de 7,4% après 7,6%, traduisant le ralentissement de 10,3% à 5,7% pour les entreprises privées et de 21,8% à 20,1% pour celles publiques. Pour les ménages, ils ont augmenté de 7% après 6,1%. En parallèle, le rythme de croissance de la monnaie fiduciaire est revenu de 7,9% à 7,3%.

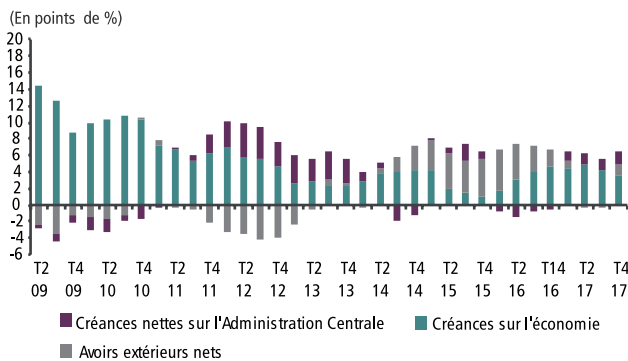
Par contreparties, l'évolution de M3 recouvre une accélération de 10,9% à 13,1% des créances nettes sur l'administration centrale, une atténuation de 12,4% à 5% de la baisse des réserves internationales nettes, ainsi qu'une décélération de 5,1% à 4,3% du crédit bancaire.

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

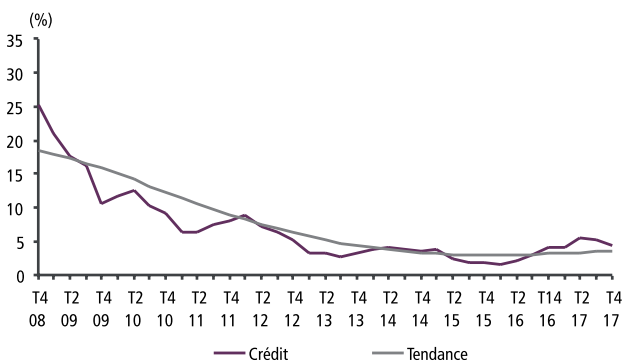


1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

Source : BAM.

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

Source : BAM.

Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit

Source : BAM

Pour le crédit destiné au secteur non financier en particulier, sa progression s'est accélérée de 4,3% à 4,8% au quatrième trimestre, reflétant une amélioration du rythme des prêts accordés aussi bien aux entreprises privées qu'aux entrepreneurs individuels.

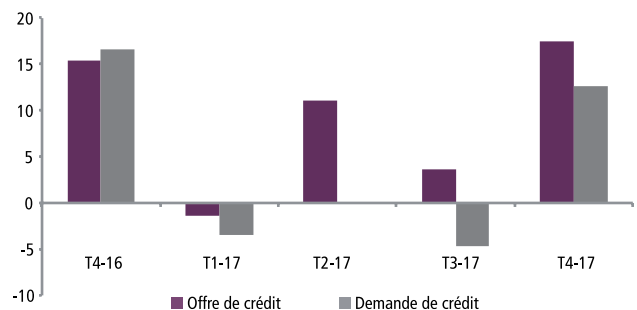
Par agent économique, l'encours des crédits aux entreprises privées a augmenté de 3,9% au lieu de 3,3% au troisième trimestre, en liaison avec une accélération de 3,7% à 6,7% du rythme des prêts destinés à la promotion immobilière ainsi qu'une hausse de 0,2% des facilités de trésorerie après un recul de 0,2%. Concernant les concours aux entreprises publiques, bien qu'en décélération, leur rythme est demeuré à un niveau relativement élevé soit 10,8%, après 14,5%. Cette évolution recouvre une amélioration de 33,8% des prêts à l'équipement au lieu de 32% au troisième

trimestre et une accentuation de la baisse des facilités de trésorerie de 37,6% à 43,9%.

S'agissant des crédits accordés aux entrepreneurs individuels, ils ont vu leur progression passer de 2,4% à 6,1%. Cette accélération est le résultat d'une atténuation de la baisse de 8,6% à 0,7% des crédits à la promotion immobilière et de 12% à 1,9% des facilités de trésorerie, ceux à l'équipement ayant connu en revanche une légère décélération de 14,9% à 11,6%.

Par branche d'activité, l'évolution des crédits aux entreprises reflète des augmentations respectives de 15,3% et de 1% des concours aux industries extractives et aux industries manufacturières contre des baisses de 12,3% et de 0,7%, et une accélération de 0,4% à 1,4% de ceux accordés à la branche « bâtiment et travaux publics ». A l'inverse, les crédits destinés à la branche « électricité, gaz et eau » ont reculé de 7,3% après une hausse de 3,6% au troisième trimestre.

En ce qui concerne les prêts aux particuliers, leur rythme d'accroissement a légèrement ralenti de 4,6% à 4,4% au quatrième trimestre. En particulier, la progression des prêts à l'habitat s'est établie à 4,1% après 4,9% un trimestre auparavant et celle des crédits à la consommation s'est stabilisée à 4,6%.

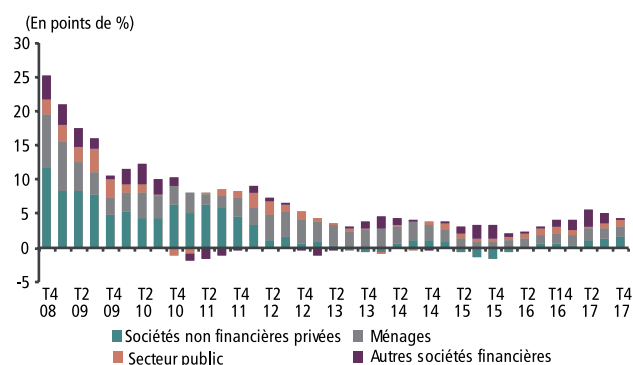
Graphique 3.9 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion)

Quant aux créances en souffrance, elles ont affiché une hausse de 2,7% au lieu de 3,2% le trimestre précédent et leur ratio au crédit bancaire est demeuré stable à

7,6%. Celles des entreprises non financières privées ont enregistré une nouvelle baisse de 0,4%, alors que le rythme de celles des ménages s'est quasiment stabilisé à 10,4%.

Les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit au quatrième trimestre 2017 laissent indiquer une amélioration des conditions d'offre aux entreprises pour l'ensemble des catégories de crédit, alors que pour les particuliers, elles sont demeurées quasi-inchangée. Pour sa part, la demande aurait marqué une hausse d'un trimestre à l'autre aussi bien pour les entreprises que pour les particuliers.

Graphique 3.10 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



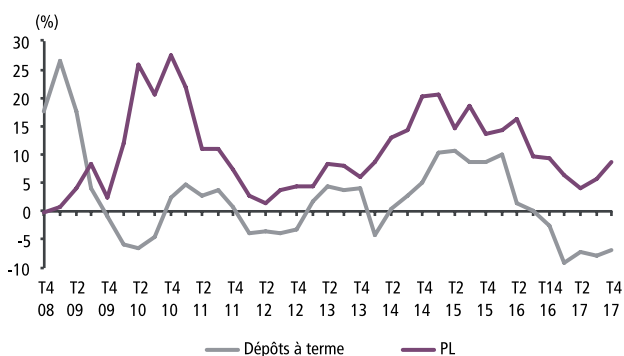
Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 2,5% après 3,5% au troisième trimestre. Cette évolution recouvre une décélération de 5,6% à 3,4% des concours distribués par les sociétés de financement et une atténuation de la baisse de 9,7% à 4,8% de ceux octroyés par les banques offshores.

Pour l'ensemble de l'année 2017, le rythme de progression du crédit bancaire a ralenti de 4,2% à 2,9%, résultat essentiellement d'une baisse de 3,6% des prêts à caractère financier après une hausse de 5,8%. En particulier, le crédit au secteur non financier s'est accru de 3,7% contre 3,9%, en liaison avec un ralentissement de 22,1% à 1,6% des concours aux entreprises publiques.

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2018, indiquent une décélération du rythme d'accroissement du crédit bancaire à 3,2%. Les prêts destinés au secteur non financier ont vu leur progression revenir à 3,8%, résultat d'une décélération des concours aux entreprises aussi bien publiques que privées.

S'agissant des agrégats de placements liquides, ils se sont accrus de 8,7% au quatrième trimestre au lieu de 5,7%, sous l'effet de l'accélération de 6,1% à 13,9% du taux d'accroissement des titres des OPCVM obligataires et de 1,2% à 1,6% de celui des bons du Trésor. En revanche, l'encours des titres des OPCVM actions et diversifiés s'est accru de 44,2% contre 47,8% au troisième trimestre.

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



3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au quatrième trimestre de 2017, l'indice des prix des actifs immobiliers a connu une baisse de 1,3% en glissement trimestriel. Cette évolution résulte d'un repli de 1,9% des prix des appartements et d'une diminution de 1,2% des prix des terrains, ceux des biens à usage professionnel ayant, en revanche, progressé de 3,4%.

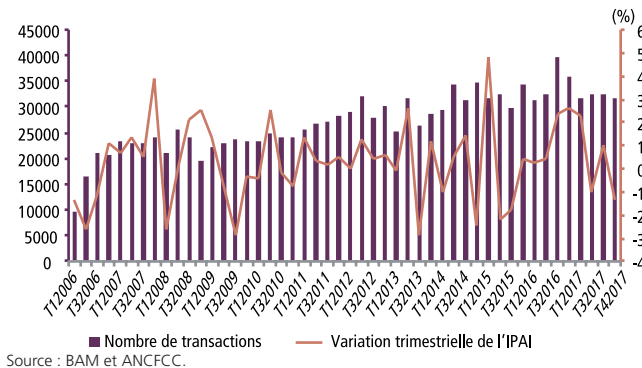
Le nombre de transactions a, pour sa part, affiché un recul trimestriel de 2,4%, reflétant essentiellement la

baisse des ventes d'appartements de 9,1%. Les ventes de terrains se sont, en revanche, accrues de 20,7%.

Dans les principales villes, l'IPAI a affiché des baisses allant de 1,1% à Fès à 4,1% à Tanger. Quant aux transactions, elles ont connu des évolutions divergentes. Les hausses les plus importantes ont concerné les villes de Marrakech et Meknès avec des taux respectifs de 22,9% et de 12,6% et les principales baisses ont été enregistrées à Tanger et à Agadir, avec des taux de 41,9% et de 5,7% respectivement.

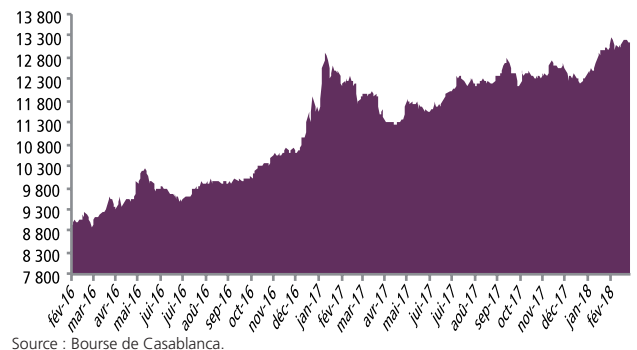
Pour l'ensemble de l'année 2017, les prix des actifs immobiliers ressortent en hausse de 5%, après 1,3% en 2016. Cette évolution reflète des augmentations des prix de toutes les catégories d'actifs avec des taux de 4,9% pour les biens résidentiels, de 5,3% pour les terrains et de 7,1% pour les biens à usage professionnel. Dans ces conditions, le volume de transactions a enregistré une baisse de 7,6% après une augmentation de 8,4% en 2016, avec un repli de 8,7% des ventes du résidentiel.

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

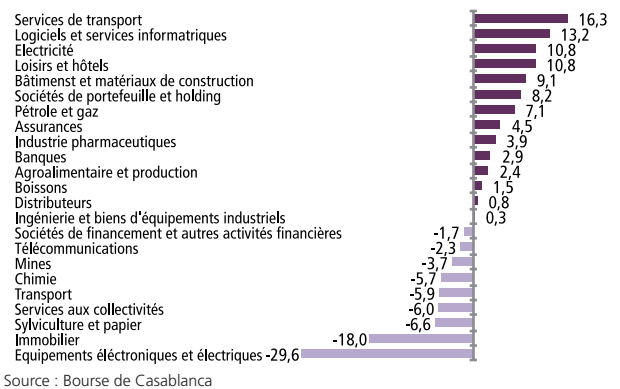


contexte de poursuite d'amélioration des indicateurs financiers des sociétés cotées et de stabilité des rendements obligataires.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



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



La performance du MASI en 2017 est liée essentiellement aux progressions des indices des secteurs des « mines » de 39,1%, des « services de transport » de 36,8%, de l'« agroalimentaire » de 26,8% et des « banques » de 9,9%. En revanche, les secteurs, de l'immobilier, des « bâtiments et matériaux de construction » et des « télécommunications » ont enregistré des baisses annuelles respectives de 14,3%, de 7,5% et de 5,6%

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est élevé à 28,8 milliards au T4-2017, en raison notamment du volume important enregistré en décembre au titre des opérations habituelles d'aller-retour, qui ont notamment

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au cours du dernier trimestre de 2017, le MASI a enregistré une hausse de 2%, portant sa performance annuelle à 6,4%. Cette évolution intervient dans un

transité via le marché de blocs dont le volume des échanges a atteint 17,8 milliards. Au total, l'année 2017 a connu une baisse de 4,1% du volume global des échanges à 69,7 milliards, en lien notamment avec le repli du volume des augmentations de capital, les opérations réalisées sur les marchés central et de blocs s'étant accrues respectivement de 16,4% et de 29,6%.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a augmenté de 7,5% en 2017 pour s'établir à 627 milliards de dirhams.

Les dernières données disponibles indiquent une appréciation du MASI durant les deux premiers mois de 2018 de 6,1%. Le volume mensuel sur le marché central s'est établi à 3 milliards de dirhams, en légère baisse par rapport au mois de janvier et la capitalisation boursière a atteint à fin février 665,6 milliards en hausse de 6,2% depuis le début de l'année.

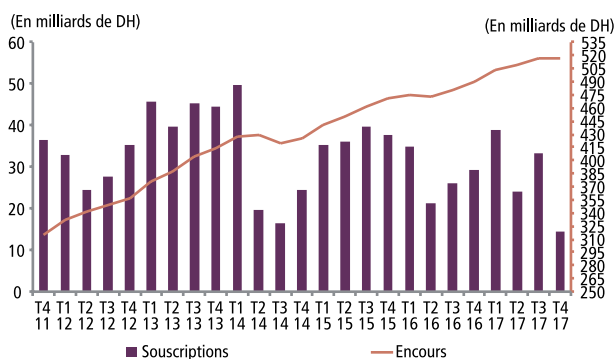
3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les levées du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 14,6 milliards au quatrième trimestre 2017 et elles ont porté à hauteur de 57% sur des maturités longues et de 25% sur celles courtes. Elles ont été effectuées à des taux en légère baisse, par rapport à T3-2017.

Pour l'ensemble de l'année 2017, les émissions des titres d'Etat ont diminué de 0,6% par rapport à 2016 pour s'établir à 110,7 milliards de dirhams. 56% de ces émissions ont concerné les maturités moyennes et 23% celles courtes.

Les données récentes relatives au mois de janvier indiquent que les émissions du Trésor se sont chiffrées à 12,5 milliards de dirhams et ont porté à hauteur de 58% sur des maturités moyennes. Tenant compte d'un montant de remboursements de 5,2 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est situé à 524 milliards, en augmentation de 1,4% par rapport à fin décembre.

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



Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

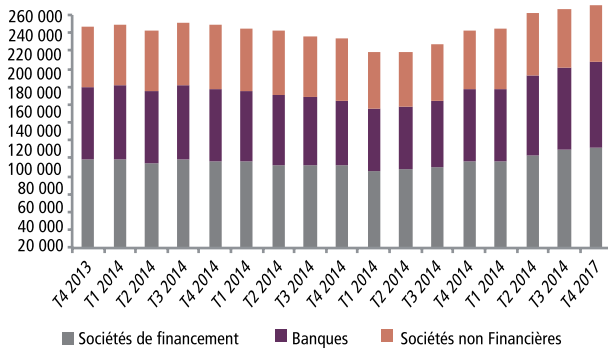
Sur le marché de la dette privée, les émissions ont atteint 20,3 milliards de dirhams au quatrième trimestre, contre près de 15 milliards au troisième trimestre 2017 et ont été effectuées à hauteur de 68,4% par les banques. Les émissions de ces dernières ont totalisé 13,9 milliards, dont 6,9 milliards sous forme de certificat de dépôt et 7 milliards d'obligations.

En ce qui concerne les levées des entreprises non financières, elles se sont limitées à 3,6 milliards de dirhams après 1,3 milliard au troisième trimestre, dont 2,2 milliards sous forme de billets de trésorerie.

Pour l'ensemble de l'année 2017 et après s'être établi à 50,5 milliards de dirhams en 2016, les émissions sur le marché de la dette privée ont atteint 74,8 milliards et ont été réalisés à hauteur de 59,1 milliards par les sociétés financières.

Les dernières données disponibles à fin janvier font ressortir des émissions d'un montant de 2,8 milliards de dirhams et tenant compte des remboursements, l'encours de la dette privée, dominé à hauteur de 64% par les emprunts obligataire, s'est établi à 177,2 milliards, en quasi-stagnation par rapport à décembre 2017 et en hausse de 10% 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

Les souscriptions aux fonds OPCVM ont augmenté de 30,2% à 205,7 milliards au quatrième trimestre 2017 et les rachats ont enregistré une hausse de 27,1% à 184,1 milliards, soit un mouvement de collecte nette de 21,6 milliards qui a concerné notamment les fonds obligataires. Tenant compte d'une performance trimestrielle de 0,8%, l'actif net s'est élevé à 416 milliards à fin décembre, en hausse trimestrielle de 5,5% et de 10,7% en glissement annuel.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exercice budgétaire de 2017 s'est soldé par un déficit de 37,8 milliards, en dépassement de 4,9 milliards par rapport à la cible de la loi de finances, mais en allègement de 7,6 milliards par rapport au déficit hors privatisation de l'exercice 2016. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 5,7% en 2017, consécutivement à la progression des recettes fiscales et de celles non fiscales portées par la hausse des dons reçus des pays du CCG de 32% à 9,5 milliards. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 2%, avec un accroissement des dépenses des autres biens et services, des transferts aux collectivités territoriales et de la charge de compensation.

Pour ce qui est de l'exécution du premier mois de l'exercice 2018, elle fait ressortir un excédent de 988 millions, au lieu de 207 millions un an auparavant. Cette évolution est le résultat d'une augmentation des recettes alors que les dépenses globales ont été en baisse. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 2,5% reflétant des progressions des rentrées fiscales et de celle non fiscales. En regard, les dépenses ont été marquées par la baisse de la masse salariale, de l'investissement et de la compensation. Le Trésor a réduit ses arriérés de paiements de 5,6 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 4,6 milliards, en atténuation de 2 milliards par rapport à janvier 2017. Il a eu recours aux ressources intérieures pour un total de 5,2 milliards pour financer ce besoin ainsi que le flux net extérieur négatif. Par conséquent, la dette publique directe a augmenté de 1,5% par rapport à son niveau de fin décembre 2017. Quant aux conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles ressortent globalement favorables avec une hausse limitée du taux pondéré moyen.

4.1 Recettes ordinaires

Le premier mois de l'exécution budgétaire de 2018 est marqué par une amélioration des recettes ordinaires comparativement à janvier 2017. Elles ont ainsi connu une progression de 2,5%, reflétant une hausse de 1,5% des recettes fiscales à 19,9 milliards et de 46,3% de celles non fiscales à 556 millions de dirhams. L'évolution favorable du produit fiscal est due particulièrement aux rentrées de la TVA à l'importation et des droits d'enregistrement et de timbre, et dans une moindre mesure aux droits de douane et à la TVA à l'intérieur, qui ont plus que couvert le recul des impôts directs.

En effet, les recettes des impôts directs ont diminué de 1,2% à 5,9 milliards, reflétant une baisse de 1,1% des recettes de l'IS à 1,5 milliard et de 0,9% à 4,2 milliards de celles de l'IR. L'évolution de ces dernières incorpore notamment un recul de 24,4% à 238 millions de l'IR sur les profits immobiliers et de 1,7% à 640 millions de l'IR sur les salaires servis par le Direction des Dépenses de Personnel de la TGR.

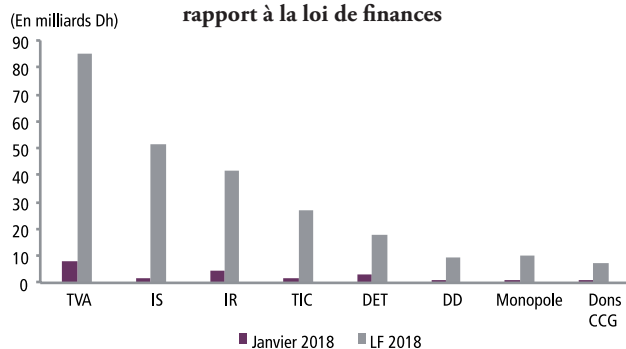
Les impôts indirects ont enregistré une augmentation de 1,6% à 10,1 milliards de dirhams, reflétant essentiellement la progression de 5% des rentrées de la TVA à 8,2 milliards. En effet, les recettes de la TVA à l'importation ont crû de 8,5% à 4,2 milliards, consécutivement à la hausse de 2,3% de la TVA sur les produits énergétiques et de 10% de celle sur les autres produits. De même, le produit de la TVA à l'intérieur a connu une amélioration de 1,6% à près de 4 milliards, incorporant le remboursement de crédits TVA d'un montant de 416 millions contre 228 millions en janvier 2017.

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

	Janv. 2017	Janv. 2018	Var en %	LF 2018	Réalisation par rapport à LF (%)
Recettes ordinaires	20,0	20,5	2,5	262,4	7,8
Recettes fiscales	19,6	19,9	1,5	237,0	8,4
- Impôts directs	5,9	5,9	-1,2	97,1	6,0
Dont I.S	1,5	1,5	-1,1	51,2	3,0
I.R	4,3	4,2	-0,9	41,7	10,1
- Impôts indirects	10,0	10,1	1,6	112,7	9,0
TVA*	7,8	8,2	5,0	85,5	9,6
TIC	2,2	2,0	-10,6	27,3	7,2
- Droits de douane	0,7	0,7	11,7	9,7	7,7
- Enregistrement & timbre	3,0	3,2	4,3	17,5	18,1
Recettes non fiscales*	0,4	0,6	46,3	22,1	2,5
- Monopoles	0,04	0,04	19,4	9,8	0,4
- Autres recettes	0,3	0,5	49,1	12,3	4,2
dont Dons CCG	0,08	0,1	88,5	7,0	2,1
Recettes des CST	0,01	0,05	-	3,3	1,5

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

Les TIC ont drainé près de 2 milliards, en diminution de 10,6% par rapport à leur niveau de janvier 2017. Les TIC sur les produits énergétiques ont accusé une baisse de 15,3% à 1,1 milliard, et celles sur les tabacs ont diminué de 4% à 715 millions. De leur côté, les rentrées des droits de douane et de ceux d'enregistrement et de timbre se sont améliorées de 11,7% et de 4,3%, respectivement, par rapport aux réalisations de la même période de 2017.

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

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

Note :

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

Pour leur part, les recettes non fiscales ont progressé de 46,3%, marquées par l'encaissement de 147 millions de dirhams de dons provenant des pays du CCG, contre 78 millions un an auparavant, et de 43 millions des recettes de monopoles provenant de Bank Al-Maghrib, au lieu de 36 millions en janvier 2017.

4.2 Dépenses

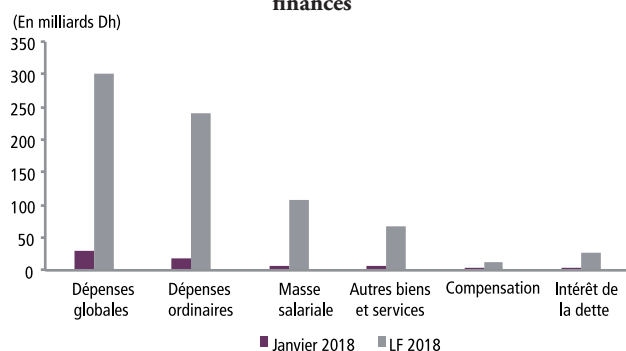
Les dépenses globales ont reculé de 2,5% à 28,9 milliards, recouvrant principalement une baisse de 13,7% à 9,8 milliards des dépenses d'investissement et un accroissement de 4,4% à 19,2 milliards des dépenses courantes. Les dépenses de biens et services se sont alourdies de 5,3% à 14 milliards, recouvrant la régression de 5,6% à 7,6 milliards de la masse salariale et l'alourdissement de 22,1% à 6,4 milliards de la rubrique des autres biens et services. Cette dernière incorpore notamment la hausse de 1,2 milliard à 2,4 milliards des transferts aux entreprises et établissements publics et la stabilité des versements aux comptes spéciaux du Trésor à 245 millions de dirhams. Quant à la masse salariale, son évolution est le résultat d'une baisse de 60,9% des rappels et d'une augmentation de 0,9% de la masse salariale structurelle.

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

	Janv. 2017	Janv. 2018	Variation En %	LF 2018	Réalisation par rapport à LF (%)
Dépenses globales	29,7	28,9	-2,5	301,7	9,6
Dépenses ordinaires	18,4	19,2	4,4	241,5	7,9
Biens et services	13,3	14,0	5,3	175,0	8,0
Personnel	8,0	7,6	-5,6	108,9	7,0
Autres biens et services	5,2	6,4	22,1	66,1	9,7
Intérêt de la dette	1,3	1,4	6,8	27,1	5,0
Compensation	1,5	1,4	-7,1	13,7	10,0
Transferts aux CT	2,3	2,5	5,0	25,6	9,6
Investissement	11,3	9,8	-13,7	60,3	16,2

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

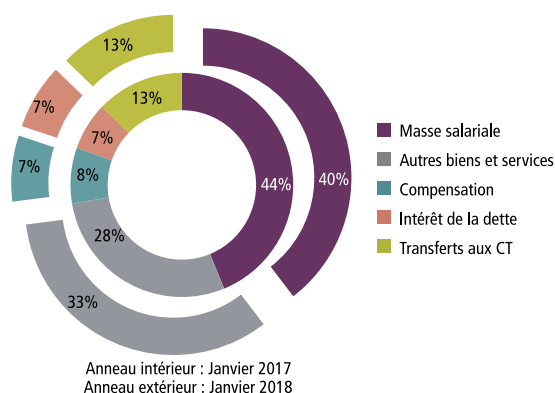
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des paiements d'intérêt de la dette, ils ont enregistré une hausse de 6,8% à 1,4 milliard, consécutivement à l'augmentation de 4,8% à 1,1 milliard des intérêts de la dette intérieure et de 18,4% à 224 millions de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

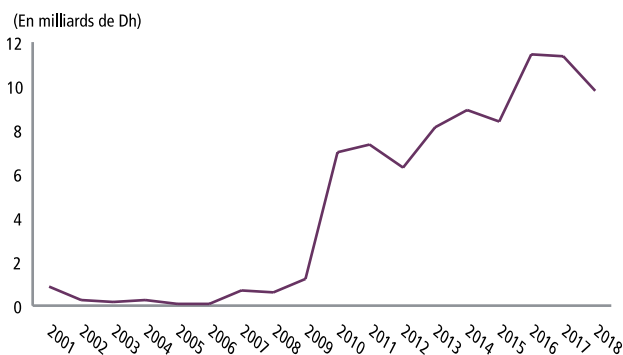


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

En ce qui concerne la compensation, les charges dues se sont établies à 1,4 milliard, en allègement de 7,1% par rapport à janvier 2017. Il est à noter toutefois qu'en termes d'émission, aucun paiement n'a été effectué durant les mois de janvier 2018 et janvier 2017.

Concernant les dépenses d'investissement, elles ont reculé de 13,7% à 9,8 milliards, consécutivement à une diminution de 66,4% à 687 millions des dépenses des Ministères et de 2,3% à 9,1 milliards des transferts aux comptes spéciaux du Trésor.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement du mois de janvier

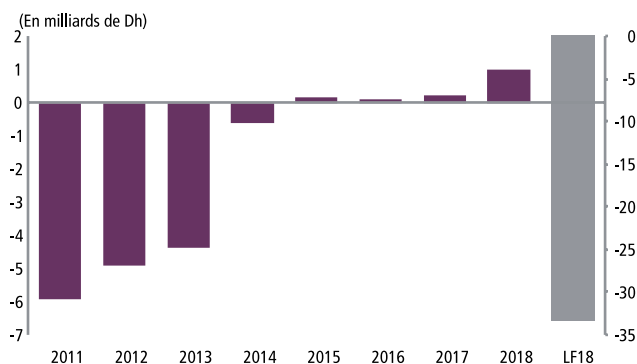


Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 9,4 milliards, en repli de 4,8% par rapport à janvier 2017, la situation des finances publiques s'est soldée par un excédent budgétaire de 988 millions, en progression de 781 millions. Le Trésor a réglé des arriérés de paiement d'un montant de 5,6 milliards de dirhams, contre 6,8 milliards un an auparavant. Par conséquent, le déficit de caisse ressort à 4,6 milliards, en atténuation de 2 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire du mois de janvier



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

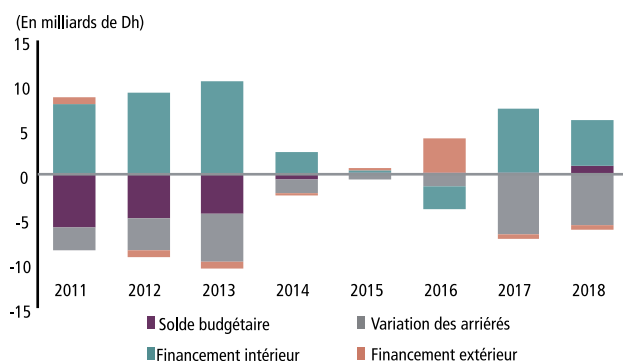
Le flux de financement net extérieur a été négatif à 573 millions, au lieu de 453 millions en janvier 2017. Ce solde, ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 5,2 milliards en baisse de 1,9 milliards de dirhams.

**Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)**

	Janv. 2017	Janv. 2018	LF 2018	Ecart absolu LF/Janv. 2018
Solde ordinaire	1,7	1,4	21,0	19,6
Solde des CST	9,9	9,4	6,0	-3,4
Solde primaire	1,5	2,3	-6,2	-8,5
Solde budgétaire	0,2	1,0	-33,3	-34,3
Variation des arriérés	-6,8	-5,6	0,0	
Besoin de financement	-6,6	-4,6	-33,3	-28,7
Financement intérieur	7,0	5,2	13,5	8,3
Financement extérieur	-0,5	-0,6	19,8	20,3

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

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 7,3 milliards contre 7,7 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté principalement sur les bons de 2 ans à hauteur de 6,9 milliards, les bons à 5 ans pour 325 millions et les bons à 52 semaines pour 142 millions. Quant aux remboursements nets, ils n'ont concerné que les bons à 13 semaines pour 208 millions de dirhams.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement du mois de janvier *


* 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 demeurent globalement favorables. Les taux moyens pondérés (TMP) ont légèrement varié par rapport à janvier 2017, avec une augmentation de 5 pdb pour les bons à 52 semaines et à 2 ans

pour s'établir respectivement à 2,42% et 2,58%. En revanche, le TMP assortissant des émissions à 15 ans a reculé de 4 pdb à 2,85%.

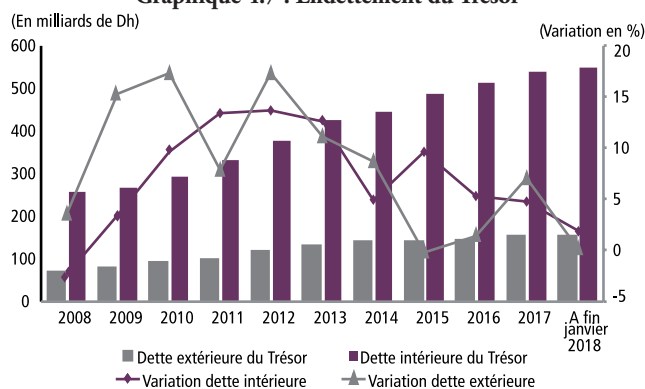
**Tableau 4.4 : Perspectives d'endettement du Trésor
(en milliards de dirhams)**

	2013	2014	2015	2016	2017	A fin janv. 2018*
Dette extérieure du Trésor	129,8	141,1	140,8	142,8	152,8	153,2
Var en %	11,1	8,7	-0,2	1,4	7,0	0,2
Dette intérieure du Trésor	424,5	445,5	488,4	514,6	539,3	549,4
Var en %	12,6	5,0	9,6	5,4	4,8	1,9
Encours de la dette directe	554,3	586,6	629,2	657,4	692,1	702,6
Var en %	12,3	5,8	7,3	4,5	5,3	1,5

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

* Pour la dette à fin janvier 2018 : Communiqué de presse de la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (Ministère de l'Economie et des Finances)

Au niveau de la dette publique directe, son niveau à fin janvier 2018 ressort en hausse de 1,5% par rapport au niveau de fin décembre 2017. Cette évolution recouvre une augmentation de 1,9% de sa composante intérieure et de 0,2% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor


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

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire de l'année 2017

L'exécution budgétaire de 2017 s'est soldée par un déficit de 37,8 milliards de dirhams, soit 3,6% du PIB, en dépassement de 4,9 milliards par rapport à la cible de la loi de finances, mais en atténuation de 7,6 milliards comparativement au déficit hors privatisation de 2016. Ce résultat reflète en partie une amélioration plus marquée des recettes et une maîtrise des dépenses courantes avec une hausse des investissements. Les recettes ordinaires ont progressé de 5,7%, reflétant la bonne tenue des recettes fiscales et de celles non fiscales, avec en particulier l'encaissement de 9,5 milliards de dons des pays du CCG. De leur côté, les dépenses ordinaires se sont accrues de 2%, recouvrant notamment un alourdissement des dépenses des autres biens et services, des transferts aux collectivités territoriales et des subventions. Le solde ordinaire ressort ainsi positif à 24,1 milliards, au lieu de 14,9 milliards en 2016, permettant de financer près de 36,1% des dépenses d'investissement. Pour sa part, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif à 4,9 milliards, en amélioration de 1,6 milliard par rapport à l'année précédente.

Tableau E 4.1.1: Exécution budgétaire de 2017

	2016	2017	Ecart		Exécution /LF 2017
			en %	en valeur	
Recettes ordinaires	240,5	254,3	5,7	13,8	101,1
Recettes fiscales*	211,6	224,9	6,3	13,3	99,6
- Impôts directs	85,1	92,0	8,1	6,9	102,9
Dont I.S	43,0	50,0	16,3	7,0	109,7
I.R	39,0	39,3	0,7	0,3	96,2
- Impôts indirects	101,6	108,6	6,9	7,0	99,3
TVA	75,5	81,3	7,6	5,8	98,1
TIC	26,1	27,4	4,8	1,2	102,9
- Droits de douane	9,1	8,6	-5,1	-0,5	96,4
- Enregistrement & timbre	15,8	15,7	-1,0	-0,2	86,8
Recettes non fiscales	25,3	25,8	1,9	0,5	115,8
- Monopoles	8,0	8,0	-0,3	0,0	87,8
- Autres recettes	17,3	17,9	2,9	0,5	135,0
Y.c. Dons CCG	7,2	9,5	32,0	2,3	119,4
Recettes decertaines CST	3,6	3,5	-0,7	0,0	107,3
Dépenses globales	289,3	297,0	2,7	7,8	102,3
Dépenses ordinaires	225,6	230,1	2,0	4,5	98,0
Biens et services	161,8	163,4	1,0	1,6	97,3
Personnel	104,9	104,6	-0,2	-0,3	98,0
Autres biens et services	56,9	58,8	3,2	1,8	96,1
Intérêts de la dette publique	27,1	27,1	-0,1	0,0	113,9
Compensation	14,1	15,3	8,7	1,2	104,6
Transferts aux CT	22,6	24,4	7,6	1,7	98,1
Solde ordinaire	14,9	24,1			9,2
Investissement	63,7	66,9	5,1	3,2	120,3
Solde des CST	3,3	4,9		1,6	
Solde budgétaire	-45,4	-37,8		7,6	
En points du PIB	-4,5	-3,6*			
Solde primaire	-18,3	-10,8		7,6	
Variation des arriérés	5,2	-0,9			
Solde de financement	-40,3	-38,7		1,6	
Financement intérieur	35,9	35,4		-0,6	
Financement extérieur	2,8	3,3		0,5	
Privatisation	1,5	0,0			

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

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.

-Chiffres en milliards de dirhams, sauf indication contraire.

*Le PIB de 2017 est estimé par BAM.

Réalisées à hauteur de 99,6%, les recettes fiscales se sont élevées à 224,9 milliards, en amélioration de 6,3%. Par catégorie, les recettes des impôts directs ont drainé 92 milliards, en progression de 8,1%, résultant principalement d'un raffermissement de 16,3% à 50 milliards des recettes de l'IS et d'une augmentation de 0,7% de celles de l'IR à 39,3 milliards. De même, les impôts indirects se sont accrues de 6,9% à 108,6 milliards, consécutivement à des accroissements de 4,8% à 27,4 milliards de la TIC et de 7,6% à 81,3 milliards du produit de la TVA. L'évolution de ce dernier incorpore une hausse de 7,4% à 51,4 milliards de la TVA à l'importation et de 8,1% à 29,9 milliards de celle à l'intérieur, traduisant notamment la baisse de 8,1 milliards à 7,2 milliards des remboursements des crédits de la TVA. En ce qui concerne la TIC, les rentrées de celle sur les tabacs manufacturés ont progressé de 6,3% à 9,9 milliards et celle sur les produits énergétiques ont cru de 3,4% à 15,7 milliards. Après une amélioration enregistrée en 2016, les rentrées des droits de douane ont reculé de 5,1% à 8,6 milliards. De même, les recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre ont diminué de 1% et n'ont été réalisées qu'à hauteur de 86,8% pour atteindre 15,7 milliards.

Quant aux recettes non fiscales, elles ont progressé de 1,9% à 25,8 milliards, exécutées ainsi à hauteur de 115,8% de la loi de finances, suite à l'encaissement des dons des pays du CCG d'un montant de 9,5 milliards, au lieu de 8 milliards prévus dans la loi de finances et contre 7,2 milliards en 2016. En revanche, les recettes de monopoles se sont quasiment stabilisées à 8 milliards, provenant principalement de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière à hauteur de 2,4 milliards, de Maroc Télécom pour 1,4 milliard, de l'OCP pour 1,3 milliard, de l'ONDA pour 500 millions et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 556 millions.

En regard, les dépenses globales ont été exécutées à hauteur de 102,3% de la loi de finances. Elles se sont alourdies de 2,7% à 297 milliards, recouvrant un accroissement de 5,1% des dépenses d'investissement à 66,9 milliards et de 2% à 230,1 milliards des dépenses ordinaires. Les dépenses de fonctionnement ont cru de 1%, recouvrant une hausse de 3,2% à 58,8 milliards des dépenses des autres biens et services et un allègement de 0,2% de la masse salariale à 104,6 milliards. L'évolution de celle-ci recouvre une hausse de 1,1% de la masse salariale structurelle et une baisse de 35,9% des rappels. S'agissant des charges afférentes aux intérêts de la dette, elles se sont quasiment stabilisées à 27,1 milliards, recouvrant une stabilité des intérêts sur la dette intérieure et une baisse de 0,2% de ceux sur la dette extérieure. La charge de compensation, quant à elle, a enregistré un alourdissement de 8,7% à 15,3 milliards.

Compte tenu d'une réduction des arriérés de paiement d'un montant de 866 millions, le déficit de caisse s'est établi à 38,7 milliards, en allègement de 3,9% par rapport à l'exercice 2016. Ce besoin a été couvert majoritairement par des ressources intérieures à hauteur de 35,4 milliards, dont 27,6 milliards sous forme d'endettement, contre 23,7 milliards en 2016. Le flux de financement extérieur s'est élevé à 3,3 milliards, contre 2,8 milliards un an auparavant, avec des remboursements de 13,2 milliards et des tirages de 16,6 milliards. Le Trésor a tiré 5,5 milliards auprès de la Banque mondiale, 4,7 milliards auprès du Fonds Saoudien du Développement, 3 milliards auprès de la BAD, 2,5 milliards auprès du Fonds Monétaire Arabe et 711 millions auprès du Japon.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

En 2017, l'activité économique nationale devrait s'établir à 4% après 1,2% l'année précédente, reflétant une contribution positive après une participation négative de la demande extérieure à la croissance et un ralentissement de celle intérieure. Ce rebond est tiré principalement, du côté offre, par l'agriculture dont la valeur ajoutée aurait progressé de 14,8% à la faveur d'une bonne campagne agricole. De même, les activités non agricoles auraient poursuivi leur accélération entamée en 2016 passant de 2,2% à 2,7%. Au premier trimestre 2018, la croissance devrait se situer autour de 3% sous l'effet de la décélération des activités agricoles à 1,8%, alors que les activités non agricoles devraient continuer leur amélioration avec un taux de 3%.

Sur le marché du travail, après avoir perdu 37 mille postes en 2016, l'économie nationale a connu une création nette de 86 mille postes en 2017, portée par une augmentation de 42 mille emplois dans l'agriculture après une baisse de 119 mille postes un an auparavant, les créations dans le secteur non agricole s'étant limitées à 44 mille postes contre 82 mille un an auparavant. Tenant compte d'une entrée nette de 135 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage a affiché une légère hausse, passant de 9,9% à 10,2% au niveau national et de 14,2% à 14,7% dans les villes. Concernant le coût du travail, les dernières données disponibles relatives au quatrième trimestre montrent un accroissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 3,3% après 0,9% en termes nominaux et de 2,1% après une baisse de 0,9% en termes réels.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

L'amélioration observée de la consommation finale des ménages durant le premier semestre 2017 s'est maintenue au troisième trimestre avec une augmentation de 4,5% contre 3,5% l'année précédente, portant sa contribution à la croissance de 2 points de pourcentage à 2,6 points.

Au quatrième trimestre, ce raffermissement se serait poursuivi, soutenu notamment par l'amélioration des revenus notamment ceux agricoles et de la situation sur le marché de travail.

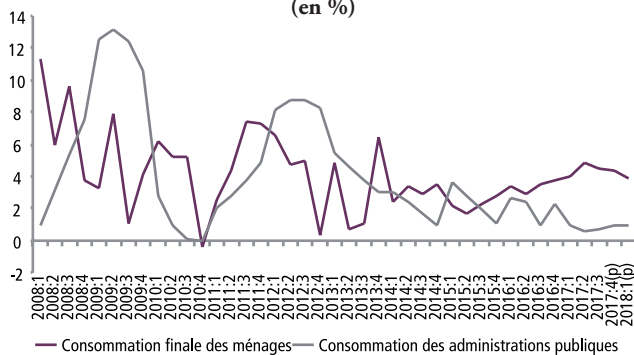
Sur l'ensemble de l'année 2017, la consommation des ménages aurait affiché une croissance autour de 4,5% contre 3,4% en 2016 et sa participation à la croissance serait passée, en conséquence, à 2,6 points de pourcentage au lieu de 1,9 point.

Au premier trimestre de 2018, son rythme d'accroissement devrait ralentir, sous l'effet de la décélération des activités agricoles sur le revenu des ménages.

Pour ce qui est de la consommation finale des administrations publiques, elle devrait continuer d'évoluer à un taux faible au dernier trimestre 2017, notamment en liaison avec le ralentissement du rythme des dépenses de fonctionnement.

Pour l'année 2017, elle aurait progressé de 0,8% au lieu de 2,1% une année auparavant, maintenant sa contribution à la croissance à 0,2 point.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

5.1.2 Investissement

L'investissement a entamé une décélération depuis le quatrième trimestre 2016 pour afficher une baisse de 5,3% au troisième trimestre 2017. Sa participation à la croissance ressort négative de 1,8 point de pourcentage au lieu d'une participation positive de 5,5 points une année auparavant.

Au quatrième trimestre, la baisse observée de l'investissement au trimestre précédent se serait atténuée, sous l'effet de la reprise des importations de biens d'équipement. De plus, les données du crédit à fin décembre confirment cette orientation avec une accélération du crédit à l'équipement et de ceux accordés aux promoteurs immobiliers. Par ailleurs les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib indiquent que le climat des affaires a été qualifié de favorable par près des deux tiers des industriels.

Sur l'ensemble de l'année 2017, le rythme de l'investissement aurait enregistré une nette décélération de 11,6% à 1,3%.

Au premier trimestre 2018, le renversement de la tendance baissière du rythme de l'investissement entamé au dernier trimestre 2017 devrait se poursuivre. En effet, les indicateurs conjoncturels disponibles laissent entrevoir sa reprise, avec notamment un accroissement des importations de biens d'équipement et un renforcement de l'investissement public global.

5.2 Demande extérieure

La situation de la demande extérieure au troisième trimestre 2017 confirme la reprise des exportations nettes entamée depuis le quatrième trimestre 2016, dégageant une contribution positive à la croissance de 2,9 points de pourcentage au lieu d'une participation négative de 6,4 points une année auparavant. Les exportations de biens et services ont connu une accélération de 2,2% à 10,5% tandis que les importations ont affiché un net ralentissement de 17,1% à 1,5%.

Cette dynamique des exportations nettes devrait se maintenir au quatrième trimestre, portée par la bonne orientation quasi-généralisée des exportations.

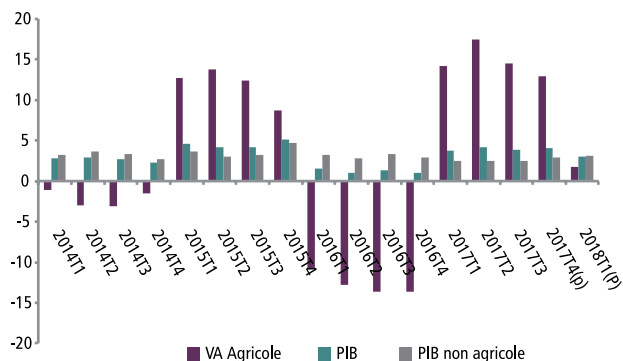
Sur l'ensemble de l'année 2017, les exportations nettes auraient contribué positivement de 0,9 point de pourcentage à la croissance au lieu d'une participation négative de 4,7 points en 2016.

Cette orientation positive des exportations nettes devrait se renverser au premier trimestre 2018 suite à la reprise des importations de biens d'équipement, de la poursuite de l'alourdissement de la facture énergétique et de la décélération des exportations de phosphate.

5.3 Offre globale

Du côté de l'offre, la poursuite prévue de la tendance haussière de la croissance au quatrième trimestre 2017 est portée principalement par l'agriculture dont la valeur ajoutée aurait augmenté de 12,9% au lieu d'un repli de 13,7% un an auparavant, à la faveur d'une bonne récolte céréalière de 95,6 millions de quintaux. Dans une moindre mesure, la valeur ajoutée non agricole aurait progressé de 3% après 2,6%. Tenant compte d'une décélération prévue des Impôts nets de subventions, le PIB non agricole aurait maintenu son rythme d'accroissement à 2,9%.

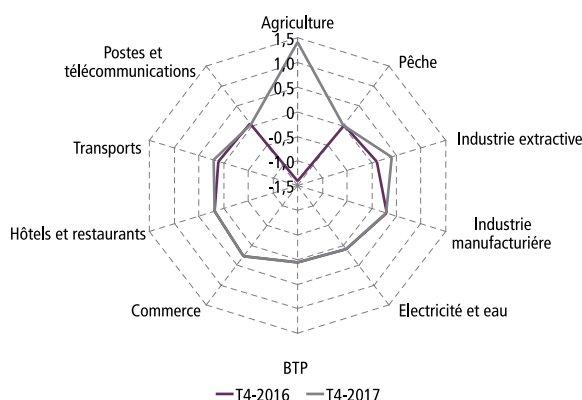
Graphique 5.2 : PIB par composante (prix chaînés, variation en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, l'activité extractive aurait poursuivi sa dynamique avec un rebond de 15,5% au quatrième trimestre au lieu de 3,7% un an auparavant, comme en témoigne le net renforcement des exportations des phosphates et dérivés. A l'inverse, l'activité aurait ralenti de 2,1% à 1,8% dans les industries manufacturières et de 4,5% à 3,7% dans la branche 'électricité et eau'. Pour sa part, l'activité du BTP aurait maintenu un rythme limité ne dépassant pas 1,1%, dans un contexte marqué par un faible niveau des ventes de ciment et une relative accélération des crédits immobiliers.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Concernant les activités tertiaires, la croissance se serait élevée à 5,2% pour les services de transport, aurait maintenu son rythme autour de 3,5% pour la

branche commerce et légèrement ralenti à 7,9% pour la branche "hôtels et restaurants" et à 2,4% pour les postes et télécommunications.

Sur l'ensemble de l'année 2017, la croissance du PIB se serait nettement accélérée à 4% contre 1,2% un an auparavant, résultat principalement d'un rebond de 14,8% de la valeur ajoutée agricole contre un repli de 12,8% un an auparavant et d'une amélioration de 2,7% après 2,2% de celle des activités non agricoles. Le PIB non agricole devrait, pour sa part, s'accroître de 2,6% au lieu de 3,1%, reflétant une nette décélération des impôts nets des subventions.

Au premier trimestre 2018, la croissance devrait ralentir pour se situer autour de 3% sous l'effet de la décélération des activités agricoles à 1,8% contre 14,2% un an auparavant. En revanche, les activités non agricoles devraient poursuivre leur amélioration avec un taux de 3%, favorisée notamment par l'amélioration des activités extractives, manufacturière, d'électricité et touristique.

5.4 Marché du travail et capacités de production¹

5.4.1 Activité et emploi

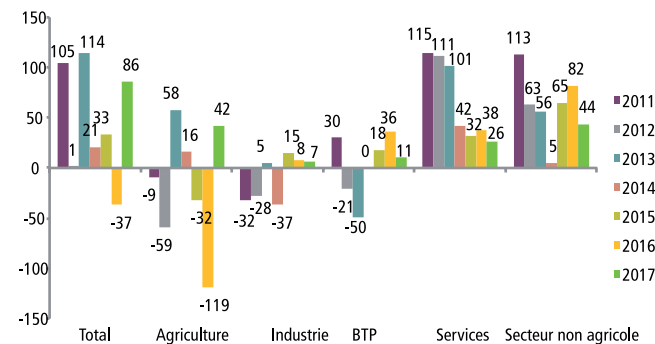
La situation du marché de travail a été caractérisée en 2017 par une progression à un rythme élevé du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus, soit 1,1% à 11,91 millions de personnes. Cette évolution a concerné aussi bien le milieu urbain que rural avec des hausses respectives de 1,2% et de 1,1%. Tenant compte d'un accroissement de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a poursuivi sa baisse à un rythme toutefois moindre, revenant de 47,0% à 46,7% au niveau national et de 43,0% à 42,4% dans les villes. En zones rurales, ce taux a, en revanche, augmenté de 0,3 point à 54,1%.

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

En parallèle, et après une perte de 37 mille postes un an auparavant, l'économie nationale a créé 86 mille emplois, dont près de deux tiers dans le milieu rural. La population active occupée s'est ainsi accrue de 0,8%, tandis que le taux d'emploi a reculé de 0,4 point à 41,9%, avec une régression de 0,8 point à 36,1% dans les villes et une progression de 0,3 point à 52% en zones rurales.

Au niveau sectoriel, l'amélioration de l'emploi a résulté principalement d'une création de 42 mille postes dans le secteur agricole à la faveur notamment d'une bonne récolte céréalière. Dans les activités non agricoles, les créations d'emplois étaient toutefois limitées à 44 mille postes, dont 26 mille dans les services, 11 mille dans le BTP et 7 mille dans l'Industrie y compris l'Artisanat.

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



Source : HCP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage s'est accrue de 4,2% à 1,22 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage est ainsi passé de 9,9% à 10,2% au niveau national et de 14,2% à 14,7% en milieu urbain, tandis qu'il a stagné à 4,0% en zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage a poursuivi son aggravation, atteignant 26,5% au niveau national et 42,8% dans les villes.

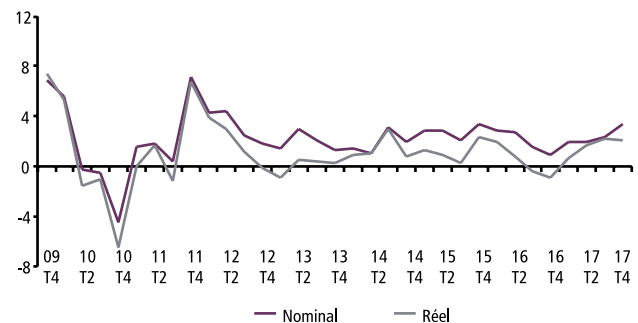
La progression du taux de chômage s'est accompagnée d'une nouvelle hausse du sous-emploi², son taux ayant augmenté de 9,6% à 9,8% au niveau national, de 8,7% à 8,9% en milieu urbain et de 10,7% à 10,8% en zones rurales.

3.4.3 Productivité et salaires

Tenant compte de l'accélération du rythme d'accroissement de la valeur ajoutée de 2,2% en 2016 à 2,7% en 2017 et du ralentissement du volume d'emploi de 1,3% à 0,7% dans le secteur non agricole³, la productivité apparente du travail s'est améliorée de 2% au lieu de 1%.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, a connu, au quatrième trimestre, une hausse de 3,3% après 0,9% un an auparavant en termes nominaux et de 2,1% contre un recul de 0,9% en termes réels.

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



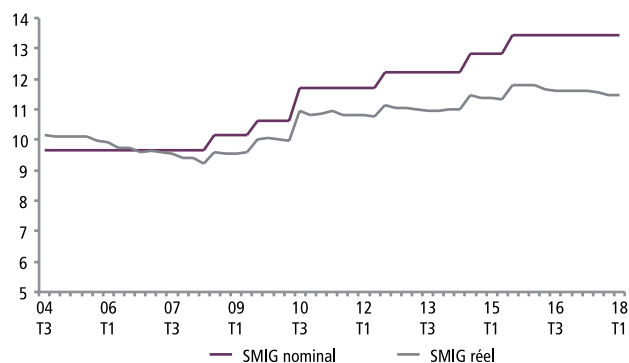
Sources : CNSS et calculs BAM

Pour le SMIG, il s'est maintenu, au quatrième trimestre 2017, à 13,46 dh/h en termes nominaux. Tenant compte d'une augmentation de 1,2% de l'indice des prix à la consommation, le SMIG a enregistré en termes réels, une diminution de 1,2% en glissement annuel et devrait se replier de 1,6% au premier trimestre 2018.

² La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi en raison inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou insuffisance du revenu procuré.

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

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



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait légèrement s'atténuer au premier trimestre tout en restant positif.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	2016	2017	
Taux d'activité (en %)	47,0	46,7	
Urbain	43,0	42,4	
Rural	53,8	54,1	
Taux de chômage (en %)	9,9	10,2	
Urbain	14,2	14,7	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	41,8	42,8	
Rural	4,0	4,0	
Créations d'emplois (en milliers)	-37	86	
Urbain	26	31	
Rural	-63	55	
Secteurs			
- Agriculture	-119	42	
- Industrie y compris l'artisanat	8	7	
- BTP	36	11	
- Services	38	26	
Productivité apparente non agricole (variation en %)	1,0	2,0	
	T4 17	T4 16	
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	3,3	0,9
	Réel	2,1	-0,9

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Comme prévu dans le dernier Rapport sur la politique monétaire, l'inflation a terminé l'année avec un taux moyen de 0,7% contre 1,6% une année auparavant. Son évolution récente indique une accélération pour atteindre 1,9% en décembre 2017, avant de revenir à 1,8% en janvier 2018. L'évolution de l'inflation entre décembre et janvier reflète un ralentissement de 5,8% à 3,3% des prix des produits alimentaires à prix volatils et de 6,7% à 2,6% des prix des carburants et lubrifiants. Ces évolutions ont été, toutefois, plus que compensées par la hausse sensible des tarifs des produits réglementés à 2,8% en janvier après 0,9% en décembre. Ce renchérissement est lié à la révision à la hausse de la TIC sur les tabacs bruns et des « droits de timbres ». Quant à l'inflation sous-jacente, elle s'est stabilisée à 1,1% entre décembre et janvier.

A court terme, l'inflation devrait ressortir pour les deux prochains mois, à des niveaux plus faibles que celui enregistré en janvier pour s'établir à 1,6% au premier trimestre 2018.

6.1. Evolution de l'inflation

Après s'être inscrite en hausse progressive au cours du deuxième semestre de 2017 pour atteindre 1,9% en décembre, l'inflation a légèrement ralenti, s'établissant à 1,8% en janvier 2018. Cette décélération est attribuable à l'atténuation de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils et des carburants et lubrifiants. Elle aurait été plus marquée en l'absence de l'augmentation sensible des prix des produits réglementés suite à de nouveaux ajustements des tarifs de certains biens et services. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,1%, témoignant de la persistance de pressions inflationnistes modérées.

Ainsi, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont vu leur rythme de progression revenir de 5,8% en décembre à 3,3% en janvier, en liaison principalement avec l'atténuation de l'accroissement des prix des « légumes frais » de 14,8% à 5,8%.

De même, les prix des carburants et lubrifiants se sont accrus de 2,6% au lieu de 6,7% en décembre

et 8,8% en moyenne au cours de 2017, traduisant la décélération des cours internationaux des produits énergétiques.

En revanche, les tarifs des produits réglementés ont sensiblement augmenté, passant de 0,8% en moyenne

en 2017 à 2,8% sous l'effet de la révision à la hausse de la TIC sur les tabacs bruns et du rehaussement des « droits de timbres » prévus dans le cadre des lois de finances de 2017 et 2018 respectivement

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

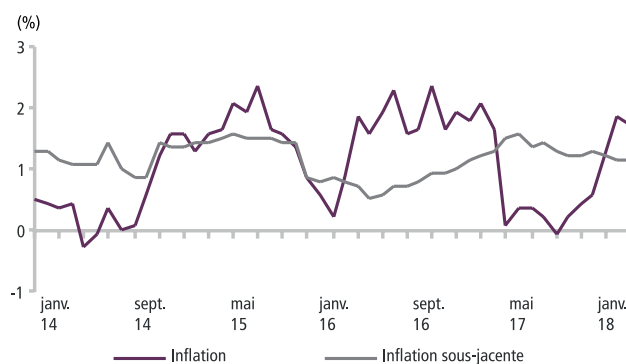


Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	nov. 17	déc. 17	janv. 18	nov. 17	déc. 17	janv. 18
Inflation	0,4	0,5	0,1	1,3	1,9	1,8
- Produits alimentaires à prix volatils	2,7	3,3	-3,3	1,5	5,8	3,3
- Carburants et lubrifiants	1,8	0,3	0,6	6,6	6,7	2,6
- Produits réglementés	0,0	0,0	2,5	0,9	0,9	2,8
Inflation sous-jacente	0,2	0,0	0,2	1,2	1,1	1,1
- Produits alimentaires	0,1	0,1	0,1	1,3	1,3	0,9
- Articles d'habillement et chaussures	0,3	0,2	0,2	1,7	1,5	1,5
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,1	0,1	0,1	1,3	1,4	1,4
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,1	0,1	0,5	0,5	0,5
- Santé ¹	0,1	-0,1	-0,3	2,7	2,7	2,4
- Transport ²	0,2	-0,7	-0,1	0,1	-0,4	-0,4
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,2	0,2
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
- Restaurants et hôtels	0,0	0,0	0,2	3,0	2,8	3,0
- Biens et services divers	0,1	0,0	0,7	1,3	1,2	1,8

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

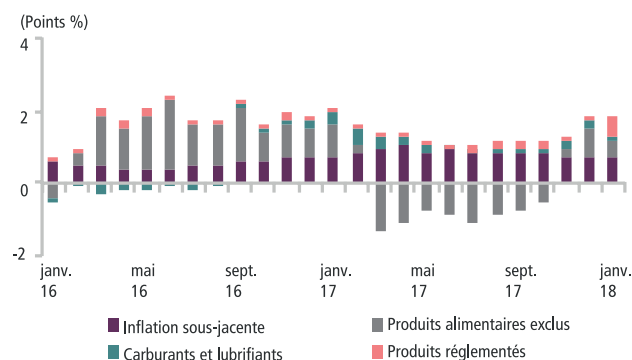
Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui reflète la tendance fondamentale des prix, s'est stabilisée à 1,1% entre décembre et janvier.

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

L'évolution des prix des produits alimentaires à prix volatils a ralenti en janvier, après le choc d'offre ponctuel enregistré un mois auparavant. Ainsi, leur progression est revenue à 3,3% au lieu de 5,8% globalement et de 14,8% à 5,8% pour les « légumes frais ». En revanche, les prix des « poissons frais » ont augmenté de 3,1% après 0,9% et ceux des « volaille et lapin » de 6,1% après 4,9%.

La contribution de ces produits à l'inflation est ainsi passée de 0,8 en décembre à 0,5 point de pourcentage en janvier.

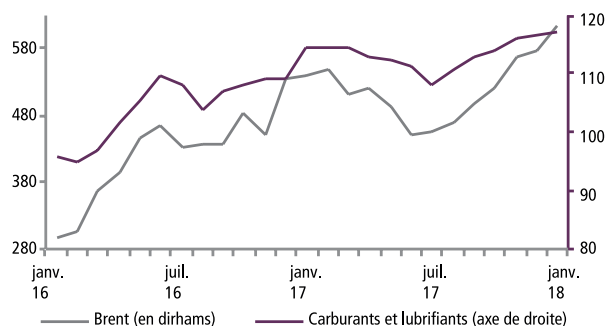
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont augmenté de 2,6% en janvier après 6,7% en décembre 2017 reflétant l'effet de la décélération antérieure des cours internationaux des produits pétroliers et de la légère appréciation du taux de change du dirham par rapport au dollar.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont sensiblement progressé en janvier, portant leur hausse à 2,8% après 0,9% en moyenne au quatrième trimestre. Cette augmentation est liée d'une part, à la hausse de 21,8% des prix de la rubrique « autres services », elle-même reflétant le relèvement des « droits de timbre » en application des dispositions de la loi de finances 2018. D'autre part, elle traduit la deuxième augmentation de la TIC sur les tabacs bruns prévus dans le cadre de la loi de finances de 2017, qui a impliqué une hausse mensuelle de 10,7% du tarif des « tabacs ».

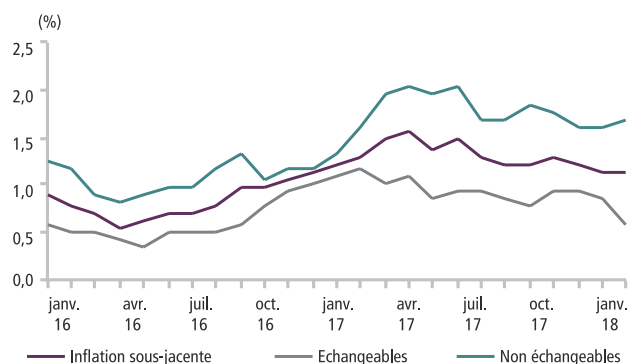
Graphique 6.3 : Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants

Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente s'est stabilisée à son niveau faible observé un mois auparavant soit 1,1% au lieu de 1,2% au quatrième trimestre et 1,3% en 2017. Cette stagnation recouvre toutefois, une accélération de l'inflation des non échangeables et une décélération de celle des échangeables.

En effet, les prix des biens non échangeables ont progressé de 1,7% en janvier après 1,6% en décembre et au quatrième trimestre 2017, contribuant à hauteur de 0,8 point de pourcentage à l'inflation sous-jacente au lieu de 0,7 point de pourcentage le mois précédent.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

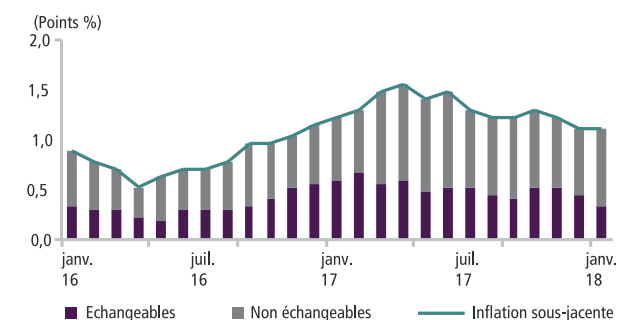
En revanche, l'inflation des biens échangeables est revenue de 0,8% en décembre à 0,6% en janvier, sous l'effet principalement de la décélération de la hausse

des prix des « Huiles » de 5,6% à 3,3%. Sa contribution à l'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à 0,3 point de pourcentage après 0,5 point en décembre.

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

(En %)	Evolution en glissement mensuel			Evolution en glissement annuel		
	nov. 17	déc. 17	janv. 18	nov. 17	déc. 17	janv. 18
Biens échangeables	0,3	0,0	0,0	0,9	0,8	0,6
Biens non échangeables	-0,1	0,0	0,3	1,6	1,6	1,7
Inflation sous-jacente	0,2	0,0	0,2	1,2	1,1	1,1

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 : HCP et calculs BAM.

6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

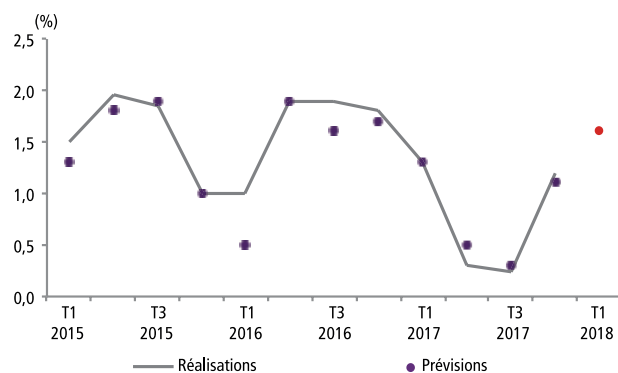
L'inflation devrait se situer au cours des deux prochains mois à des niveaux inférieurs à celui observé en janvier pour s'établir à 1,6% au premier trimestre 2018.

Ainsi, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient progresser de 2,4% au premier trimestre 2018 soit un rythme plus rapide que 1,1% enregistré un trimestre auparavant, en lien avec la dissipation de leurs baisses antérieures qui devraient plus que compenser les hausses mensuelles prévues pour les deux prochains mois.

Pour leur part, les prix des produits réglementés devraient connaître une nette accélération de leur progression à 2,9%, reflétant la poursuite de l'impact de la mise en œuvre, en janvier, de la deuxième hausse de la TIC sur les tabacs bruns et du rehaussement des « droits de timbre ».

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants connaîtraient une hausse de 2,9% au lieu de 6,3% un trimestre auparavant en ligne avec les évolutions prévues des cours mondiaux des produits énergétiques et du dollar.

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



Sources : BAM.

Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2017

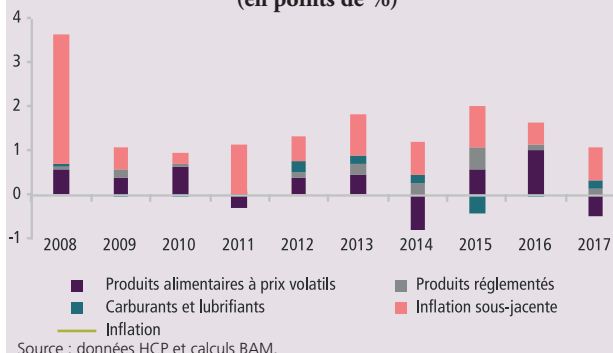
Après s'être établie à 1,6% au cours des deux dernières années, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, est revenue à 0,7% en 2017. Ce ralentissement est attribuable exclusivement à la baisse de 3,1%, au lieu d'une augmentation de 7,5% une année auparavant, des prix des produits alimentaires à prix volatils.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont progressé de 8,8% après deux baisses successives en lien avec l'augmentation des cours internationaux des produits pétroliers.

De même, l'inflation sous-jacente est revenue à sa moyenne historique passant de 0,8% à 1,3% en 2017, sous l'effet de la hausse de l'inflation importée et du raffermissement de la consommation des ménages.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont évolué à un rythme quasi-stable d'une année à l'autre, soit 0,8%. Leur évolution traduit la mise en œuvre de la dernière révision à la hausse des tarifs de l'« électricité », l'augmentation des tarifs des « tabacs » ainsi que le renchérissement des « services médicaux ».

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

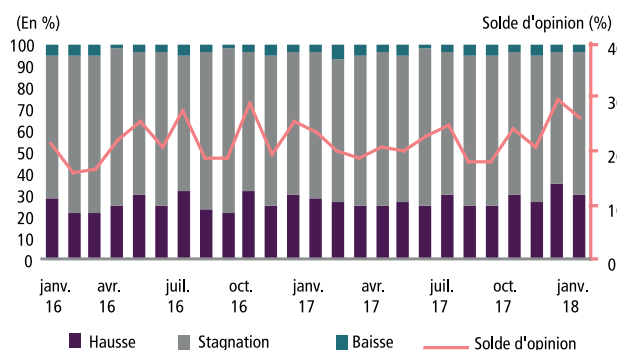


Source : données HCP et calculs BAM.

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois de janvier 2018, indiquent que 67% des industriels enquêtés anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que 30% prévoient une hausse et 3% d'entre eux s'attendent à une baisse.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au premier trimestre 2018 laissent entrevoir une accélération de 1,6% à 1,9% de l'inflation anticipée par les experts financiers à l'horizon de huit trimestres.

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

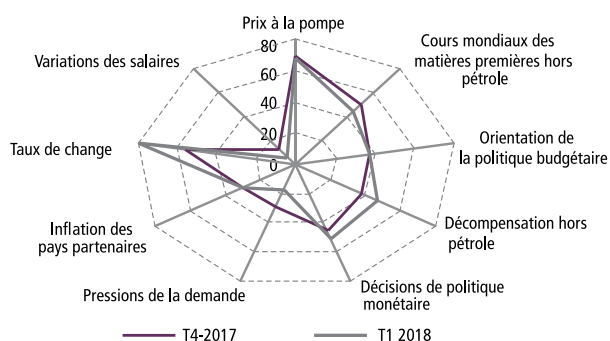


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

Ces derniers considèrent que l'évolution du taux de change et des prix à la pompe ainsi que la décompensation des produits de base constituent les principaux déterminants de l'orientation future de l'inflation durant cette période.

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



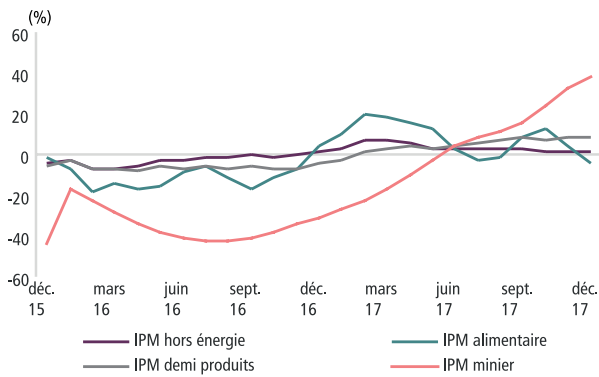
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à l'importation et à la production

Les prix à l'import hors énergie continuent de connaître un ralentissement de leur rythme d'évolution depuis mars 2017. Ce dernier est, en effet, revenu à 1,3% au quatrième trimestre au lieu de 3,7% en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année. Sa décélération traduit exclusivement l'atténuation de la hausse des prix des produits alimentaires importés qui a plus que compensé l'accélération du taux de progression des prix à l'import minier et de ceux des demi produits.

Ainsi, les prix à l'import des produits alimentaires ont augmenté de 4,3% au lieu de 9,1% en moyenne au cours des trois premiers trimestres, en lien avec le repli des prix des principales denrées importées à l'exception du blé dont les prix ont progressé de 31% au quatrième trimestre.

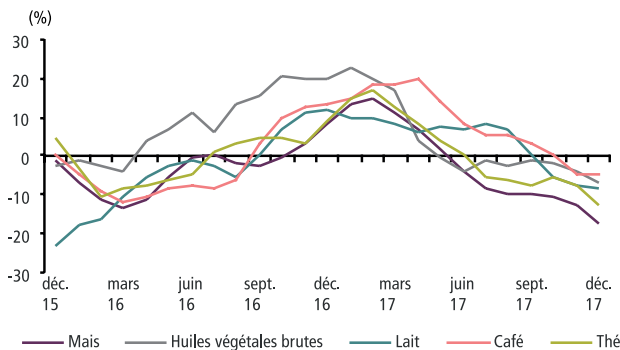
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à l'import (en glissement annuel)



Sources : Office de Change et calculs BAM.

Pour leur part, les prix à l'import des demi-produits ont augmenté de 8,4% après 3,5% en raison principalement de l'accélération de l'accroissement des prix du « papier et carton » de 0,6% à 2,4%. Quant aux prix à l'import des produits miniers, ils ont progressé de 31,6% au lieu d'un repli de 4,5% en liaison avec la hausse des prix à l'import du « soufre brut » et du « minerai en fer et en acier ».

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

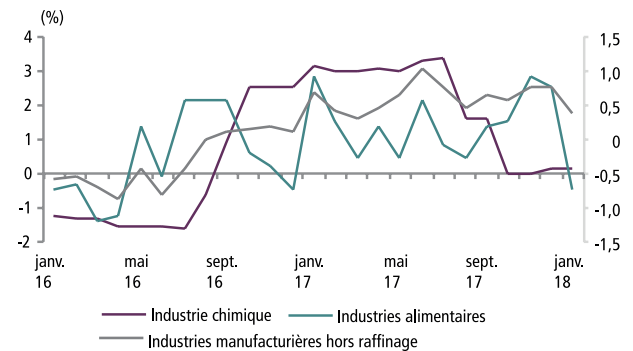


Sources : Office de Change et calculs BAM.

Quant aux prix à la production des industries manufacturières, ils ont progressé de 0,4% en janvier après 0,7% en moyenne au quatrième trimestre. Cette décélération reflète la baisse de 0,7% contre une hausse de 0,7% du rythme d'accroissement des prix à la production des « industries alimentaires » qui a plus que compensé l'accélération de 1,9% à 3% des prix

à la production de la branche de « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ».

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

L'activité économique mondiale continue de se raffermir et devrait maintenir sa dynamique à moyen terme à la faveur de la reprise aussi bien de la demande intérieure que des échanges extérieurs. Les perspectives restent, toutefois, entourées de plusieurs risques ayant trait notamment à l'intensification des inquiétudes relatives à l'orientation de la politique commerciale de l'administration américaine, aux incertitudes politiques en Europe ainsi qu'à la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et la fragilité du système financier dans certains pays de la zone euro et en Chine.

La croissance dans la zone euro resterait soutenue par les conditions financières et monétaires favorables, le regain de confiance des opérateurs économiques et l'amélioration des conditions sur le marché du travail. Aux Etats-Unis, la vigueur de la croissance devrait se maintenir, bénéficiant notamment des réformes fiscales et de la dépréciation du dollar. Dans les économies émergentes, la reprise devrait se poursuivre, tirant profit de l'amélioration de la demande émanant des pays avancés et de la hausse des cours des matières premières pour les pays exportateurs. En particulier, la sortie de récession de la Russie et du Brésil s'est confirmée et la croissance en Chine devrait rester soutenue en dépit de sa décélération.

Sur les marchés des matières premières, les cours mondiaux du Brent devraient poursuivre à court terme leur tendance haussière, reflétant, outre les extensions de l'accord sur la réduction de la production, la baisse des stocks américains, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et, dans une moindre mesure, l'amélioration de la demande mondiale. A moyen terme, cette tendance devrait se renverser, tenant compte notamment de la hausse prévue de la production aux Etats-Unis, au Canada et au Brésil. Pour leur part, les prix des produits alimentaires devraient rester faibles sur l'horizon de prévision, en lien essentiellement avec le ralentissement prévu de la demande émanant de la Chine. Dans ces conditions, l'inflation devrait s'accélérer à moyen terme aux Etats-Unis pour s'établir à un niveau proche de l'objectif de la FED, alors que dans la zone euro, les pressions inflationnistes resteraient modérées en dépit de la consolidation de la demande intérieure.

Au niveau national, les exportations devraient maintenir leur rythme soutenu sur l'horizon de prévision, avec notamment une importante hausse prévue des ventes de la construction automobile en 2019, suite à la mise en production annoncée de l'usine Peugeot. Quant aux importations, elles devraient s'accélérer en 2018, sous l'effet essentiellement d'une hausse notable des acquisitions de biens d'équipement et de la facture énergétique, avant de décélérer en 2019. De même, les recettes de voyages et les transferts des MRE devraient maintenir leur dynamique et les entrées de dons du CCG se solderaient par un montant de 7 milliards de dirhams en 2018. Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait légèrement se creuser à environ 4% du PIB à moyen terme.

Tenant compte de ces évolutions et d'afflux d'IDE équivalents à 4,4% du PIB en 2018 et à 3,5% du PIB en 2019, les RIN devraient se situer à 257,3 milliards en 2018 avant de revenir à 244,4 milliards en 2019. Leur couverture en mois d'importations se situerait ainsi à 5 mois et 26 jours en 2018 et à 5 mois et 17 jours en 2019.

S'agissant des conditions monétaires, elles devraient rester accommodantes à moyen terme. En particulier, la dépréciation du taux de change effectif réel devrait s'accroître en 2018, en liaison avec l'appréciation prévue de l'euro et, dans une moindre mesure, une inflation domestique inférieure à celle des partenaires et concurrents. En 2019, elle devrait s'atténuer reflétant principalement la dissipation de l'appréciation de l'euro. Le crédit bancaire destiné au secteur non financier connaîtrait, pour sa part, une amélioration de 4,5% en 2018 et en 2019, soit des progressions légèrement moins rapides que prévu en décembre.

Au niveau des finances publiques, après un creusement à 4,5% du PIB en 2016, l'ajustement budgétaire a repris en 2017 avec un déficit de 3,6% du PIB et devrait se poursuivre à moyen terme, ramenant le déficit autour de 3,2% du PIB.

Au niveau des comptes nationaux, la croissance devrait s'accroître à 4% en 2017, après un taux de 1,2% en 2016, en légère révision à la baisse par rapport à décembre. Cette évolution recouvre un rebond de 14,8% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 2,7% de celle des activités non agricoles. Par composante de la demande, cette amélioration reflète une hausse des exportations nettes, en lien avec la décélération de l'accroissement des importations de biens d'équipement, et une consolidation de la demande intérieure, tirée notamment par la vigueur de la consommation finale des ménages. À moyen terme, la croissance devrait ralentir à 3,3% en 2018 avant de se consolider à 3,5% en 2019. Ces perspectives reflètent des augmentations respectives de 2,3% et de 1,8% de la valeur ajoutée agricole et des progressions de 3,2% et de 3,6% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, sa composante intérieure devrait continuer à soutenir la croissance tandis que les exportations nettes devraient baisser, la contribution des importations de biens et services devant plus que compenser celle des exportations dont la dynamique devrait tirer profit de la consolidation prévue de la demande étrangère et de la dépréciation du taux de change effectif réel.

Dans ce contexte, caractérisé par la consolidation prévue de la demande intérieure et la dépréciation du taux de change effectif réel, l'inflation sous-jacente devrait augmenter progressivement à moyen terme pour atteindre 1,9% en 2019. Tenant compte également de la hausse prévue des prix des carburants et lubrifiants et le rebond des prix des produits réglementés, traduisant le relèvement de la taxation des tabacs bruns et des droits de timbres, l'inflation devrait s'accroître de 0,7% en 2017 à 1,8% en 2018 avant de revenir à 1,5% en 2019. Sur l'horizon de prévision, elle s'établirait à 1,7% en moyenne.

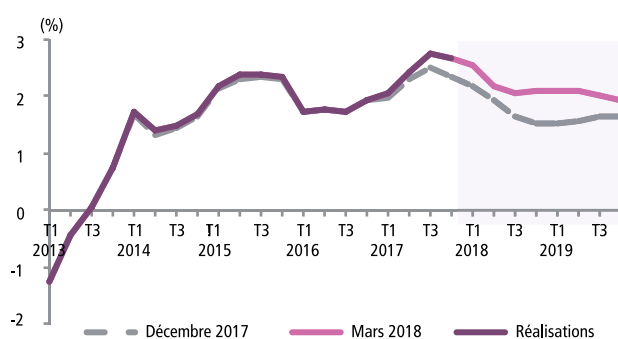
7.1 Hypothèses sous-jacentes

Poursuite du raffermissement de l'activité économique mondiale

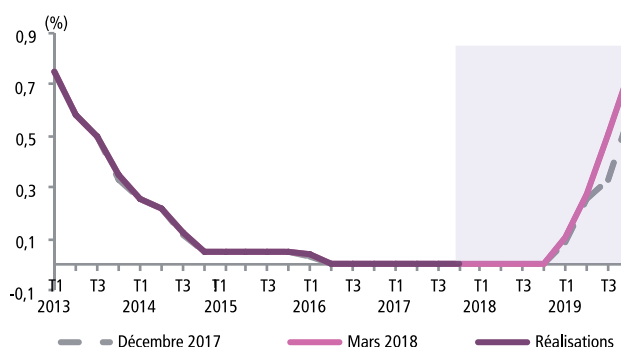
L'économie mondiale continue de se raffermir, confortée par le regain de confiance des opérateurs économiques et par les conditions monétaires et financières globalement accommodantes dans les pays avancés. En particulier, la croissance économique dans la zone euro s'est accélérée de 1,8% en 2016 à 2,5% en 2017 et devrait se consolider à 2,2% en 2018 et à 2% en 2019. Aux Etats-Unis, la vigueur de l'économie devrait se poursuivre, soutenue par les réformes fiscales et la dépréciation du dollar. La croissance a, en effet, atteint 2,3% en 2017, après 1,5% en 2016, et devrait s'améliorer à 2,5% en 2018 avant de ralentir à 2,1% en 2019. Dans les pays émergents, l'activité devrait bénéficier de la reprise de la demande émanant des économies avancées et de la hausse des prix des matières premières pour les pays exportateurs. En particulier, les économies russe et brésilienne sont sorties de la récession et devraient continuer à s'améliorer. En Chine, quoiqu'en décélération, l'économie devrait rester résiliente à la faveur des mesures de soutien budgétaire.

Ces perspectives restent toutefois entourées d'importants risques liés notamment à l'intensification des incertitudes relatives à l'orientation de la politique commerciale de l'administration américaine ainsi qu'à la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. De surcroît, la fragilité du système financier dans certains pays de la zone euro et en Chine, les incertitudes autour de la coalition gouvernementale en Italie et des modalités du Brexit, ainsi qu'une décélération plus rapide de la croissance en Chine pourraient peser sur les perspectives de la croissance mondiale.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE



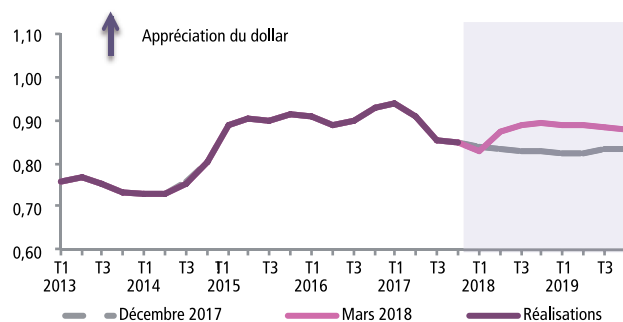
Source : prévisions GPMN¹, février 2018.

Atténuation de l'appréciation de l'euro à moyen terme

Au début 2018, l'euro a continué de se renforcer vis-à-vis du dollar pour atteindre son plus haut niveau en trois ans. Cette appréciation reflète aussi bien l'amélioration des fondamentaux économiques de la zone euro et le regain de confiance quant à la solidité de la reprise de l'activité, que les inquiétudes entourant l'orientation des politiques de l'administration américaine. Elle devrait toutefois connaître une correction en faveur du dollar à partir du deuxième trimestre 2018 dans un contexte d'accentuation de la divergence entre les orientations des politiques monétaires de la FED et de la BCE qui devrait persister jusqu'au début 2019. En effet, la FED devrait poursuivre la normalisation de sa politique monétaire, parallèlement à la réduction graduelle de son bilan entamée en octobre 2017, tandis que la BCE devrait maintenir inchangé son taux directeur jusqu'au premier trimestre de 2019 et continuer à réaliser ses achats nets d'actifs jusqu'à fin septembre 2018.

¹ Voir Encadré 7.1

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD



Source : prévisions GPMN, février 2018.

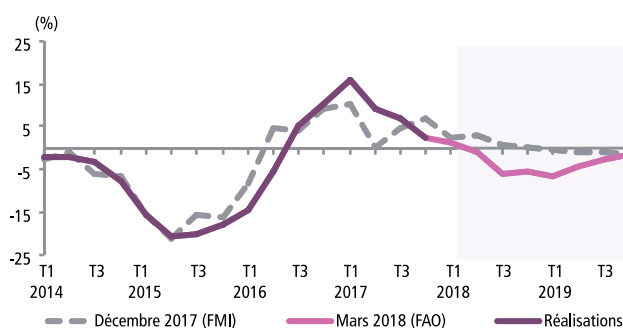
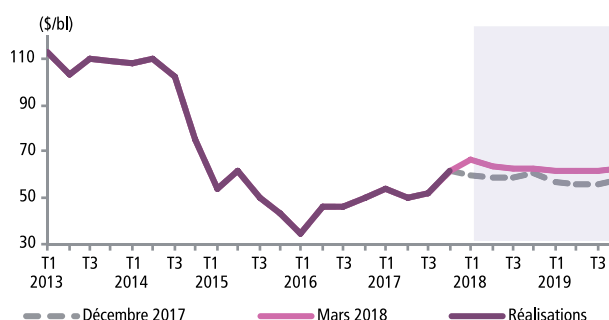
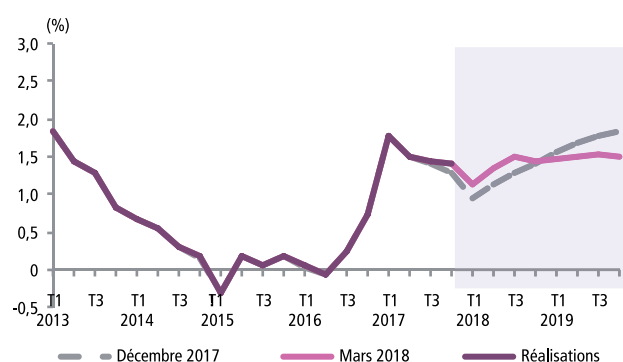
Renchérissement prévu des cours mondiaux du Brent et baisse des prix des produits alimentaires

Après avoir augmenté de 44 \$/bl en 2016 à 54,4 \$/bl en 2017, le cours du Brent devrait poursuivre sa tendance haussière pour s'établir à 63,7 \$/bl en 2018, traduisant, outre l'extension de l'accord sur la réduction de la production, la baisse des stocks américains, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et, dans une moindre mesure, l'amélioration de la demande mondiale. En 2019, il devrait légèrement baisser à 61,8 \$/bl, sous l'effet de la hausse prévue de la production aux Etats-Unis, au Canada et au Brésil. En ce qui concerne les fertilisants, le marché international connaît un excès d'offre, émanant notamment de la Chine, et les prix ont fini l'année 2017 sur un recul pour le phosphate brut et le TSP tandis que ceux du DAP ressortent en hausse. A moyen terme, de nouvelles capacités de production sont attendues au Maroc et en Arabie Saoudite. Les projections des cours des matières premières de la Banque mondiale demeurent celles d'octobre 2017, tablant sur une quasi-stabilité des prix du phosphate brut et du TSP et sur une diminution de ceux du DAP en 2018, alors qu'en 2019 une progression généralisée serait enregistrée. Pour leur part, après une hausse de 8,1% en 2017, les prix des produits alimentaires devraient fléchir de 2,8% en 2018 et de 4% en 2019, reflétant essentiellement la décélération de la demande émanant de la Chine.

Dans ces conditions, et tenant compte particulièrement de la consolidation de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis² devrait se stabiliser à moyen terme à un niveau proche de l'objectif de la FED, soit 2,3% en moyenne entre 2018 et 2019. Elle continuerait, en revanche, à osciller autour de 1,5% dans la zone euro³, en raison essentiellement des anticipations inflationnistes modérées.

² Il s'agit du taux d'inflation mesuré par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC).

³ Prévisions de février 2018 du réseau GPMN. La BCE table dans ses prévisions du 8 mars sur un taux d'inflation de 1,4% en 2018 et en 2019. Sa composante hors énergie et produits alimentaires devrait se situer à 1,1% et à 1,5% respectivement.

Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires**Graphique 7.5 : Prix du Brent****Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro****Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis**

Source: prévisions GPMN, février 2018.

Encadré 7.1: Principaux changements apportés par le réseau GPMN au modèle de projection de l'économie mondiale GPM

Depuis mars 2016¹, Bank Al-Maghrib élabore ses projections économiques nationales sur la base des perspectives de l'économie mondiale du réseau GPMN (Global Projection Model Network), un institut à but non lucratif qui fournit mensuellement les projections de l'économie internationale en utilisant le modèle GPM (Global Projection Model) développé par le FMI. Ce dernier modélise la structure macroéconomique des principales économies dans le monde sous forme de blocs, tout en assurant la cohérence macroéconomique globale et la prise en compte des effets de propagation des chocs économiques et financiers d'une économie à l'autre. Sa structure est relativement simple, se focalisant sur les principales variables d'intérêt, notamment la croissance, l'inflation, le taux d'intérêt de la politique monétaire, le taux de change et le taux de chômage.

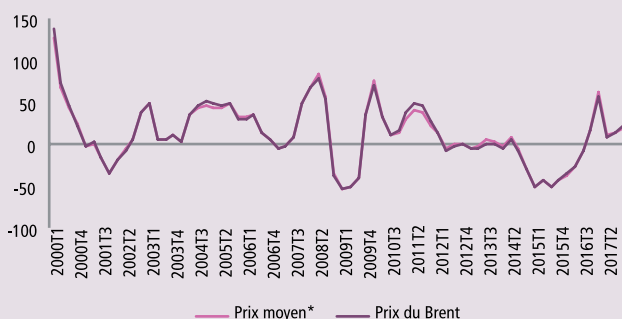
¹ Cf. Encadré 2.2.2, rapport annuel de BAM 2015.

Dans l'objectif de mieux refléter les évolutions qu'a connues l'économie mondiale, le GPMN a migré, à partir de janvier 2018, vers une nouvelle version de ce modèle intitulé GPM++ qui remplace son ancienne version GPM7.

Les principales améliorations apportées concernent plusieurs aspects, notamment sa spécification, les variables utilisées et les sources de données. Plus en détail le GPM++ offre :

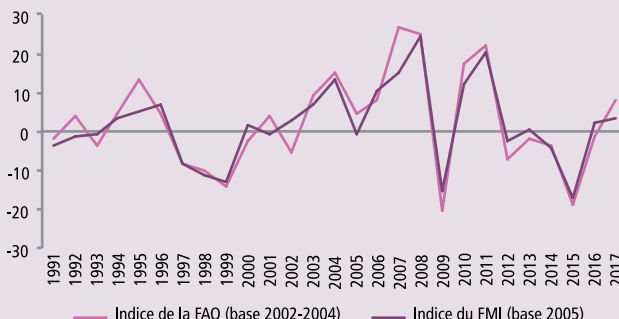
1. une structure plus désagrégée basée sur 9 économies (Etats-Unis, Zone Euro, Japon, Chine, Inde, Royaume-Uni, Russie, Mexique et Brésil)² et une seule région 'Reste des économies' qui contient désormais 23 pays. Le modèle couvre ainsi 83,4% du PIB mondial ;
2. une modélisation plus fine des canaux de transmission des chocs financiers et commerciaux entre les économies ;
3. l'intégration de l'effet des taux d'intérêt longs sur le cycle de l'activité et la transmission des taux courts vers les taux longs ;
4. une meilleure spécification des anticipations d'inflation tenant compte de l'effet des politiques monétaires non conventionnelles (orientations prospectives, assouplissement quantitatif,...) ;
5. l'utilisation du prix du Brent, au lieu du prix moyen pour le pétrole et de l'indice des prix des produits alimentaires de la FAO au lieu de celui du FMI. Il est à noter que les nouveaux et anciens indices affichent des différences qui restent négligeables (Voir graphiques ci-dessous).

Graphique E 7.1.1 : Prix de pétrole (% en glissement annuel)



* Moyenne des prix du Brent, du Dubai Fateh et du WTI.
Source : Banque mondiale.

Graphique E 7.1.2 : Indices des prix des produits alimentaires (% en glissement annuel)**



** L'indice du FMI des prix des produits alimentaires consiste en une moyenne des indices des prix des céréales, des huiles végétales, de la viande, des fruits de mer, du sucre, des bananes et des oranges. Celui de la FAO inclut les indices des prix de la viande, des produits laitiers, des céréales, des huiles végétales et du sucre.
Sources : FAO, FMI.

² Le GPM7 couvrait 85% de l'économie mondiale et comporte 7 régions (Etats-Unis, Zone euro, Chine, Japon, région d'Asie émergente, pays d'Amérique latine adoptant un régime de ciblage d'inflation et le Reste des économies).

Poursuite de l'ajustement budgétaire

Au niveau national, l'exercice budgétaire de 2017 s'est soldé par un déficit de 37,8 milliards, en dépassement de 4,9 milliards par rapport à la cible de la loi de finances, mais en allègement par rapport à 2016, résultat d'une réalisation plus importante des recettes comparativement à celle des dépenses en dépit de l'accélération de l'exécution des dépenses d'investissement. Sur cette base, après s'être interrompu en 2016, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme.

Ainsi, pour 2018, le déficit budgétaire a été légèrement révisé à la hausse de 0,1 point du PIB à 3,2% sous l'effet notamment de la révision à la hausse des recettes non fiscales et de la révision à la baisse des dépenses des autres biens et services. En revanche, les dépenses d'investissement ont été révisées à la hausse afin de refléter le dynamisme de l'investissement observé ces dernières années. Concernant les dons des pays du CCG, ils ont été maintenus à 7 milliards de dirhams, correspondant au reliquat de l'accord de 5 milliards de dollars conclu entre le Maroc et les pays du Golfe en 2012.

En 2019, les prévisions tablent sur un déficit de 3,2% du PIB contre 2,8% dans l'exercice de prévision de décembre, sous l'hypothèse du maintien de l'orientation actuelle de la politique budgétaire axée principalement sur la maîtrise des dépenses courantes et la mobilisation des ressources.

Une production céréalière proche de 80 millions de quintaux pour la campagne agricole 2017-2018

Au titre de la campagne agricole 2016-2017, la production céréalière s'est établie à 95,6 millions de quintaux, après 33,5 millions enregistré un an auparavant. Pour les autres cultures végétales, la production aurait enregistré une bonne performance, avec des augmentations de 16,1% pour les agrumes, de 3,4% pour les palmiers dattiers et de 1,2% pour les cultures sucrières, celle des oliviers ayant, en revanche, reculé de 26,6%.

S'agissant de la campagne agricole 2017-2018, et selon les estimations élaborées sur la base des données pluviométriques et de celles de la situation du couvert végétal arrêtées au 10 mars, la récolte céréalière devrait s'établir à un niveau proche de 80 millions de quintaux au lieu de 70 millions retenue en décembre.

En 2019, une production céréalière moyenne de 70 millions de quintaux est retenue, avec l'hypothèse d'une poursuite de la performance tendancielle des autres cultures.

7.2 Projections macroéconomiques

Léger creusement du déficit du compte courant à moyen terme

Les données provisoires de 2017 font état d'un allègement du déficit du compte courant à 3,8% du PIB, après 4,4% en 2016, en révision à la hausse de 0,2 point par rapport aux projections de décembre. Cette évolution résulte d'une hausse plus importante que prévu des importations qui a plus que compensé l'accélération des exportations, particulièrement celles des phosphates et dérivés.

A moyen terme, le déficit du compte courant devrait légèrement se creuser à près de 4% du PIB. Le rythme de progression des exportations, quoiqu'en décélération, ressortirait soutenu à 6,1% en 2018 avant de s'accélérer à 7,5% en 2019, avec notamment une importante hausse prévue des ventes de la construction automobile suite à la mise en production annoncée de l'usine Peugeot. Les importations devraient progresser de 7,1% en 2018, reflétant une augmentation importante des acquisitions de biens d'équipement et une hausse de la facture énergétique quoiqu'à un rythme moindre qu'en 2017. En 2019, elles décélèreraient, sous l'effet principalement d'une baisse des achats des produits énergétiques et d'un ralentissement des acquisitions de biens d'équipement.

Pour ce qui est des recettes voyages, après l'augmentation notable en 2017, leur progression devrait se consolider à 5,7% en 2018 et à 5,2% en 2019, alors que les transferts des MRE s'amélioreraient de 5% en 2018 et de 4,1% en 2019. Tenant compte d'afflux d'IDE équivalents à 4,4% du PIB en 2018 et à 3,5% du PIB en 2019 et d'une entrée de dons en provenance des pays du CCG qui se solderaient à 7 milliards de dirhams en 2018, les RIN devraient se situer autour de 257,3 milliards en 2018 avant de revenir à 244,4 milliards à fin 2019. Leur couverture en mois d'importations se situerait à 5 mois et 26 jours en 2018 et à 5 mois et 17 jours en 2019.

Tableau 7.1 : Les principales composantes de la balance des paiements

	Réalizations						Prévisions		Ecart (mars/déc.)		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Exportations de biens* (variation en %)	5,7	-0,1	8,8	8,6	2,7	9,4	6,1	7,5	0,3	-0,7	-0,8
Importations de biens* (variation en %)	8,2	-1,5	2,6	-4,9	9,9	6,4	7,1	4,2	1,3	1,0	-0,3
Recettes de voyages (variation en %)	-1,8	-0,5	7,7	-1,4	5,0	8,5	5,7	5,2	3,6	1,7	1,3
Transferts des MRE (variation en %)	0,6	-1,5	-0,8	4,8	4,0	4,5	5,0	4,1	2,1	1,2	0,5
Solde du compte courant (en % PIB)	-9,5	-7,7	-6,0	-2,1	-4,4	-3,8	-4,1	-4,0	-0,2	-0,5	-0,7
Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services	4,2	4,4	5,1	6,6	6,3	5,7	5,9	5,6	-0,1	0,3	0,1

* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires accommodantes et poursuite de la lente reprise du crédit destiné au secteur non financier

Les conditions monétaires devraient poursuivre leur assouplissement en 2018 et rester accommodantes à moyen terme. La dépréciation du taux de change effectif réel devrait s'accroître en 2018, en liaison avec l'appréciation de l'euro et, dans une moindre mesure, avec une inflation domestique inférieure à celle des partenaires et concurrents. En 2019, elle devrait s'atténuer reflétant principalement la dissipation de l'appréciation de l'euro.

Tenant compte de la révision des prévisions des réserves internationales nettes et de la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité devrait s'alléger à 35,5 milliards de dirhams à fin 2018 avant de s'accroître à 59,4 milliards au terme de 2019. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, après s'être inscrit en amélioration au cours des onze premiers mois de l'année 2017, son taux d'accroissement a marqué une nette décélération en décembre reflétant le ralentissement des prêts aux entreprises notamment publiques. Sur l'ensemble de l'année 2017, il ressort en hausse de 3,7% après 3,9% en 2016. Compte tenu de cette évolution et des prévisions de la valeur ajoutée non agricole, le rythme de progression du crédit au secteur non financier a été

légèrement ajusté à la baisse à 4,5% en 2018 et en 2019. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la progression de l'agrégat M3 devrait revenir à 5,4% en 2018 et à 3,8% en 2019.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

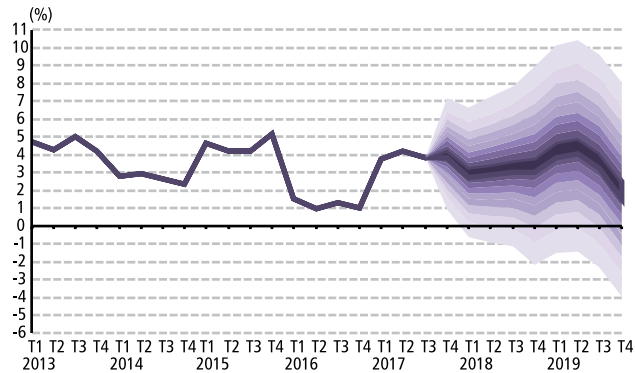
	Réalizations				Prévisions		Ecart (mars/déc.)		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	3,8	0,3	3,9	3,7	4,5	4,5	-0,8	-0,5	-0,5
M3 (variation en %)	6,2	5,7	4,7	5,8	5,4	3,8	0,9	1,6	-0,1
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-40,6	-16,5	-14,7	-40,9	-35,5	-59,4	-2,1	15,1	3,3

Poursuite de la lente reprise des activités non agricoles

Après s'être établie à 1,2% en 2016, la croissance devrait s'accélérer à 4% en 2017, prévision légèrement ajustée à la baisse par rapport à celle communiquée en décembre tenant compte des données de la comptabilité nationale au titre du troisième trimestre 2017. Cette évolution recouvre un rebond de la valeur ajoutée agricole à 14,8% et une légère amélioration des activités non agricoles dont la valeur ajoutée progresserait de 2,7%. Du côté de la demande, les exportations nettes devraient contribuer positivement à la croissance résultat, d'une part, de l'accélération prévue du rythme d'accroissement des exportations de biens et services et, d'autre part, de la nette décélération de celui des importations de biens et services, elle-même liée au reflux de la hausse des achats de biens d'équipement. Pour ce qui est de la demande intérieure, sa croissance devrait rester soutenue, quoiqu'en décélération, à la faveur de l'augmentation des revenus notamment agricoles.

A moyen terme, la croissance devrait se situer à 3,3% en 2018 et à 3,5% en 2019, recouvrant des hausses respectives de 2,3% et de 1,8% de la valeur ajoutée agricole et de 3,2% et 3,6% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, ce ralentissement devrait refléter une contribution négative des exportations nettes, sous l'effet de la reprise de la dynamique des importations de biens et services, en ligne avec l'amélioration de la demande intérieure et la poursuite prévue de la mise en œuvre de grands projets. De leur part, les exportations de biens et services devraient maintenir un rythme soutenu, tirant profit de la consolidation prévue de la demande étrangère et de la dépréciation du taux de change effectif réel. Concernant la demande intérieure, elle devrait continuer à supporter la croissance, tirée essentiellement par une reprise de l'investissement et une dynamique soutenue de la consommation finale des ménages. En revanche, la consommation des administrations publiques devrait maintenir un rythme de progression modéré, dans un contexte de poursuite de la maîtrise des dépenses de fonctionnement.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2017 - T4 2019), en glissement annuel *



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

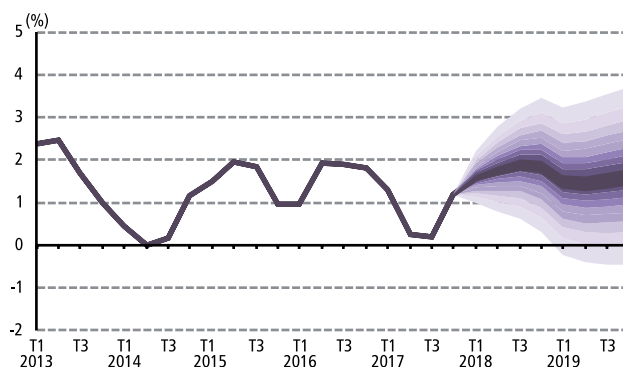
	Réalizations					Prévisions			Ecart (mars / déc.)		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Croissance nationale	3,0	4,5	2,7	4,5	1,2	4,0	3,3	3,5	-0,1	0,3	-0,1
VA agricole	-9,1	17,2	-2,2	11,9	-12,8	14,8	2,3	1,8	0,1	3,3	-1,7
VA non agricole	4,5	1,8	2,7	1,8	2,2	2,7	3,2	3,6	0,0	-0,2	0,0
Impôts sur les produits nets des subventions	6,8	14,6	9,7	18,1	8,5	2,0	4,9	4,1	-0,7	1,0	0,0

Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement tout en restant modérée

L'inflation sous-jacente devrait augmenter graduellement pour atteindre 1,9% en 2019, reflétant la consolidation prévue de la demande intérieure et la dépréciation du taux de change effectif réel.

Pour les autres composantes de l'IPC, les prix des carburants et lubrifiants devraient poursuivre leur hausse en 2018, toutefois en décélération par rapport à 2017, avant de reculer en 2019 et ce, en ligne avec les évolutions prévues des cours mondiaux du Brent et du dollar. Les prix des produits réglementés devraient, quant à eux, rebondir en 2018, traduisant le relèvement de la TIC sur les tabacs bruns et des droits de timbres.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2018 - T4 2019)*

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

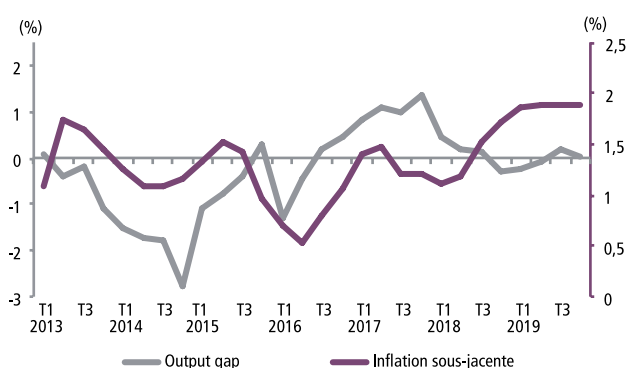
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Tableau 7.4 : Inflation

	Réalizations			Prévisions			Ecart (mars /déc.)		
	2015	2016	2017	2018	2019	Horizon de 8 trimestres (T1 2018 - T4 2019)	2017	2018	2019
Inflation	1,6	1,6	0,7	1,8	1,5	1,7	0,0	0,3	-0,1
Inflation sous-jacente	1,4	0,8	1,3	1,4	1,9	1,6	0,0	-0,1	0,0

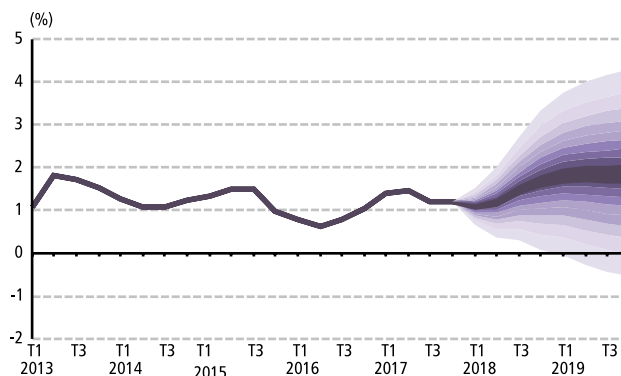
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Au total, après avoir ralenti de 1,6% en 2016 à 0,7% en 2017, l'inflation devrait s'accroître à 1,8% en 2018 puis revenir à 1,5% en 2019, soit une moyenne de 1,7% sur l'horizon de prévision.

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

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

Sources : HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente (T1 2018 - T4 2019)*

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 équilibrée pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

En ce qui concerne les risques à la hausse entourant les perspectives de l'activité économique, ils restent liés à l'accentuation de la dépréciation du taux de change en liaison avec la parité euro-dollar, profitant aux exportations, et à une production céréalière plus importante que prévu en cas de poursuite des conditions climatiques favorables. Pour ce qui est des risques à la baisse, la demande étrangère pourrait être négativement impactée par la montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, l'intensification des inquiétudes quant à l'orientation de la politique commerciale de l'administration américaine ainsi que par la fragilité du système financier dans certains pays de la zone euro et en Chine. En outre, les incertitudes politiques, notamment en lien avec les modalités du Brexit et la coalition gouvernementale en Italie, et le risque d'une décélération plus rapide de la croissance en Chine pourraient peser sur les perspectives de la croissance mondiale.

S'agissant des prévisions d'inflation, les risques identifiés peuvent induire un niveau plus élevé que prévu. Les pressions inflationnistes pourraient émaner d'un accroissement plus accentué des cours des produits énergétiques à l'international. Ce dernier pourrait, en effet, avoir un impact direct sur les prix des carburants et induire des effets de second tour sur les prix à la consommation à travers les coûts de production. En outre, une augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social pourrait engendrer une hausse plus rapide que prévu des prix.

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.....	20
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	20
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	20
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	21
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent en dollars	22
Graphique 1.8	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	22

Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	22
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	23
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile.....	25
Graphique 2.2	: Evolution des transferts MRE	26
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	27
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	28
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	28
Graphique E 3.1.1	: Evolution des cours de référence du dollar.....	29
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	30
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	30
Graphique 3.6	: Ecart monétaire	30
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	31
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	31
Graphique 3.9	: Evolution de l'offre et de la demande	31
Graphique 3.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	32
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	32
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	33
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	33
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2017	33
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	34
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	35
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	37
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	38
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	38
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement du mois de janvier	38
Graphique 4.5	: Solde budgétaire du mois de janvier	38
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement du mois de janvier	39
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	39
Graphique 5.1	: Dépenses de la consommation finale nationale	43
Graphique 5.2	: PIB par composante	44
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance (en points de pourcentage).....	44
Graphique 5.4	: Créations d'emplois par secteur (en milliers).....	45
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %).....	45
Graphique 5.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	46
Graphique 5.7	: Output-gap global (en %)	46
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente	47
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel.....	48
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	49
Graphique 6.4	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables	49
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	49
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	50
Graphique E 6.1.1	: Contributions à l'inflation	50
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises	51
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	51
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	51
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import	52
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire	52
Graphique 6.12	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	52
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro	55

Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE.....	55
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	56
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires.....	57
Graphique 7.5	: Prix du Brent.....	57
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	57
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	57
Graphique E 7.1.1	: Prix de pétrole	58
Graphique E 7.1.2	: Indices des prix des produits alimentaires	58
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l’horizon de prévision (T4 2017 - T4 2019)	62
Graphique 7.9	: Prévisions de l’inflation sur l’horizon de prévision (T1 2018 - T4 2019)	63
Graphique 7.10	: Evolution de l’inflation sous-jacente et de l’output gap.....	63
Graphique 7.11	: Prévisions de l’inflation sous-jacente (T1 2018 - T4 2019)	63

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	23
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	24
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	24
Tableau 2.3	: Evolution des importations	25
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits à l’import	25
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services	25
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	27
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	28
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	28
Tableau E 3.1.1	: Adjudication de devises.....	29
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	37
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	37
Tableau 4.3	: Financement du déficit	39
Tableau 4.4	: Perspectives d’endettement du Trésor	39
Tableau E 4.1.1	: Exécution budgétaire de 2017.....	40
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	46
Tableau 6.1	: Evolution de l’inflation et de ses composantes	48
Tableau 6.2	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables	49
Tableau 7.1	: Les principales composantes de la balance des paiements.....	60
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire	61
Tableau 7.3	: Croissance économique	62
Tableau 7.4	: Inflation.....	63

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1.1	: La réforme fiscale aux Etats-Unis et son éventuel impact sur l’économie américaine	18
Encadré 3.1	: Passage vers un régime de change plus flexible	29
Encadré 4.1	: Exécution budgétaire de l’année 2017	40
Encadré 6.1	: Evolution de l’inflation en 2017.....	50
Encadré 7.1	: Principaux changements apportés par le réseau GPMN au modèle de projection de l’économie mondiale GPM	57