



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 45 / 2017

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 19 DECEMBRE 2017

Dépôt légal : 2017/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E mail : [deri@bkam.ma](mailto:deri@bkam.ma)

[www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)



@BankAlMaghrib

# SOMMAIRE

<b>Préambule</b>	<b>5</b>
<b>Communiqué de presse</b>	<b>7</b>
<b>Aperçu général</b>	<b>10</b>
<b>1. Développements internationaux</b>	<b>15</b>
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	16
1.3 Prix des matières premières et inflation	20
<b>2. Comptes extérieurs</b>	<b>23</b>
2.1 Evolution de la balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance courante	24
2.3 Compte financier	25
<b>3. Monnaie, crédit et marché des actifs</b>	<b>26</b>
3.1 Conditions monétaires	26
3.2 Prix des actifs	30
<b>4. Orientation de la politique budgétaire</b>	<b>34</b>
4.1 Recettes ordinaires	34
4.2 Dépenses	35
4.3 Déficit et financement du Trésor	36
<b>5. Demande, offre et marché du travail</b>	<b>39</b>
5.1 Demande intérieure	39
5.2 Demande extérieure	40
5.3 Offre	40
5.4 Marché du travail et capacités de production	41
<b>6. Evolution récente de l'inflation</b>	<b>44</b>
6.1. Evolution de l'inflation	44
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	47
6.3. Anticipations de l'inflation	47
6.4. Prix à l'importation et à la production	48
<b>7. Perspectives à moyen terme</b>	<b>50</b>
Synthèse	50
7.1 Hypothèses sous-jacentes	52
7.2 Projections macroéconomiques	54
7.3 Balance des risques	59
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS</b>	<b>60</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	<b>61</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>63</b>
<b>LISTE DES ENCADRES</b>	<b>63</b>

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 19 décembre 2017

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa dernière réunion trimestrielle de l'année le mardi 19 décembre.
2. Lors de cette réunion, il a analysé les évolutions récentes de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques de la Banque pour les deux prochaines années.
3. Sur la base de ces analyses, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé à 2,25%.
4. Le Conseil a noté que la tendance baissière de l'inflation au cours des premiers mois de l'année s'est inversée depuis le mois d'août, résultat en grande partie de l'atténuation du recul des prix des produits alimentaires à prix volatils. L'inflation devrait terminer l'année sur une moyenne de 0,7%, après 1,6% en 2016, tandis que sa composante sous-jacente, qui mesure la tendance fondamentale des prix, s'accélérerait de 0,8% à 1,3%. A moyen terme, l'inflation augmenterait tout en restant à des niveaux modérés. Elle s'établirait à 1,5% en 2018 et à 1,6% en 2019. L'inflation sous-jacente devrait, sous l'effet de la consolidation de la demande intérieure et de l'accroissement de l'inflation importée, s'inscrire également dans un mouvement haussier pour atteindre 1,5% en 2018 et 1,9% en 2019.
5. Au plan international, l'économie mondiale continue de se raffermir, confortée par le regain de confiance des agents économiques et les conditions monétaires accommodantes dans les principaux pays avancés. Ainsi, la croissance devrait terminer l'année avec une accélération à 2,3% dans la zone euro, avant de ralentir à 1,8% en 2018 et à 1,6% en 2019. Aux Etats-Unis, elle ressortirait à 2,2% en 2017 avant de se stabiliser à 2,3% en 2018 et 2019. Sur les marchés du travail, la situation continue de s'améliorer, le taux de chômage devant revenir de 9,1% en 2017 à 8,8% en 2018 puis à 8,6% en 2019 dans la zone euro et se stabiliser autour de 4,3% aux Etats-Unis. Dans les principales économies émergentes, la croissance continuerait à se renforcer, bénéficiant notamment de l'amélioration de la demande émanant des pays avancés.
6. Sur le marché des matières premières, les prix du pétrole ont poursuivi leur mouvement haussier, le cours moyen devant ressortir à 52,8 \$/bl en 2017 contre 42,8 \$/bl en 2016. A moyen terme, ils s'établiraient à des niveaux relativement plus élevés que prévu en septembre, en relation avec l'amélioration des perspectives de la croissance mondiale, les tensions géopolitiques ainsi qu'avec la reconduction de l'accord sur la réduction de la production. Les cours devraient ainsi avoisiner 57,8 \$/bl en 2018, avant de revenir à 55,3 \$/bl en 2019. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les prix ont enregistré en novembre une baisse de 23,1% en glissement annuel à 80 \$/mt pour le phosphate roche et des augmentations de 14,6% à 370 \$/mt pour le DAP et de 3% à 278 \$/mt pour le TSP. A

moyen terme, ils continueraient à évoluer proches de ces niveaux, dans un marché caractérisé par une abondance de l'offre.

7. Dans ces conditions, l'inflation devrait converger graduellement vers les cibles de la FED et de la BCE. Dans la zone euro, elle ressortirait à 1,5% pour l'ensemble de l'année 2017 et avoisinerait 1,2% en 2018 et 1,7% en 2019. De même aux Etats-Unis, l'indice des prix à la consommation terminerait l'année sur une hausse de 2,1% et augmenterait de 2,2% en 2018 et de 2,4% en 2019.
8. En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 14 décembre de maintenir son taux directeur inchangé à 0%, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir que ses taux resteront à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour son programme d'achat d'actifs. Pour ce dernier, elle a confirmé qu'il sera poursuivi jusqu'à fin septembre 2018 avec une réduction de son montant de 60 milliards à 30 milliards d'euros à partir de janvier prochain. Pour sa part, la FED a relevé le 13 décembre, pour la troisième fois cette année, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux, la portant à [1,25% ; 1,5%]. Elle a réitéré que sa politique monétaire reste accommodante, favorisant davantage l'amélioration du marché du travail et un retour soutenu de l'inflation à 2%.
9. Au niveau national, la croissance s'est établie à 4,2% au deuxième trimestre, portée par une bonne campagne agricole. Elle devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, ressortir pour l'ensemble de l'année à 4,1%, avec un rebond de 14,7% de la valeur ajoutée agricole, après un recul de 12,8% en 2016, et une amélioration de 2,2% à 2,7% pour celle des activités non agricoles. Quoiqu'à un rythme lent, ces dernières devraient poursuivre leur reprise à moyen terme, leur valeur ajoutée devant s'accroître de 3,4% en 2018 et de 3,6% en 2019. Sous l'hypothèse de campagnes agricoles moyennes, la croissance globale ralentirait à 3% en 2018 avant de s'accélérer à 3,6% en 2019. Du côté de la demande, sa composante intérieure se consoliderait avec notamment une reprise de l'investissement, tandis que la contribution des exportations nettes à la croissance ressortirait légèrement négative.
10. Sur le marché du travail, les données du troisième trimestre montrent une relative amélioration de la situation par rapport au même trimestre de 2016, avec une création de 89 mille emplois dont plus de la moitié dans le secteur agricole. En parallèle, le marché a connu une entrée nette de 131 mille demandeurs d'emplois, avec toutefois une nouvelle baisse du taux d'activité de 0,3 point à 45,5%. En conséquence, le taux de chômage s'est légèrement accru de 10,4% à 10,6% au niveau national et de 14,5% à 14,9% en milieu urbain.
11. Sur le plan des comptes extérieurs, les données relatives aux onze premiers mois de l'année indiquent une nette accélération de la progression des exportations à 9,4%, avec notamment des accroissements importants pour les ventes de phosphates et dérivés et des produits agricoles et agroalimentaires. En parallèle, les importations ont connu un accroissement de 6,7%, reflétant essentiellement une augmentation de 28,6% de la facture énergétique. Pour leur part, les recettes de voyage et les transferts des MRE se sont accrus de 6,5% et de 3,0% respectivement. Tenant compte d'une entrée de



dons du CCG autour de 8 milliards de dirhams, le déficit du compte courant devrait terminer l'année 2017 à 3,6% du PIB, au lieu de 4,4% en 2016, et les réserves de change avoisineraient 239 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 24 jours d'importations. A moyen terme, la dynamique des exportations devrait se maintenir et le rythme des importations resterait proche de son niveau actuel. Sous l'hypothèse d'entrées de dons du CCG de 7 milliards en 2018 et de 2,5 milliards en 2019, le déficit du compte courant se maintiendrait à 3,6% du PIB en 2018 avant de s'atténuer à 3,3% en 2019. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse de la poursuite d'entrées d'IDE d'un montant annuel équivalant à 3,5% du PIB, l'encours des réserves de change se stabiliserait à un niveau équivalent à 5 mois et demi d'importations de biens et services.

12. Pour ce qui est des conditions monétaires, elles se sont assouplies au troisième trimestre et devraient rester accommodantes à moyen terme, avec une dépréciation du taux de change effectif réel. Après une baisse de 22 points de base au deuxième trimestre, les taux débiteurs ont augmenté de 34 points au troisième trimestre à 5,6%, reflétant principalement une hausse des taux assortissant les facilités de trésorerie aux entreprises. Le crédit bancaire au secteur non financier a continué de s'améliorer modérément, avec en particulier une légère reprise des prêts aux entreprises privées. Son rythme a atteint 5,2% à fin octobre et terminerait 2017 à 4,5%. Pour les deux prochaines années, et compte tenu de l'amélioration prévue des activités non agricoles et des mesures mises en place par Bank Al-Maghrib, le rythme du crédit bancaire au secteur non financier devrait se situer autour de 5%.
13. Pour ce qui est des finances publiques, l'exécution budgétaire des dix premiers mois de l'année s'est soldée par un déficit en allègement de 5,1 milliards par rapport à la même période de 2016 à 30,4 milliards. Les recettes ont augmenté de 4,1%, avec notamment une hausse importante de 13,7% pour l'IS, tandis que la progression des dépenses s'est limitée à 2,2% en dépit d'un accroissement de 31,1% de la charge de compensation. Tenant compte de ces évolutions, le déficit budgétaire devrait se situer au terme de 2017 à 3,5% du PIB. Pour les deux prochaines années, l'ajustement budgétaire se poursuivrait conformément aux objectifs du Gouvernement, le déficit devant se situer autour de 3% du PIB.
14. Le Conseil a arrêté les dates de ses quatre réunions au titre de l'année 2018 au 20 mars, 19 juin, 25 septembre et 18 décembre.

## APERÇU GÉNÉRAL

Les données de la conjoncture internationale relatives au troisième trimestre de 2017 confirment le raffermissement de l'économie mondiale. La croissance s'est, en effet, accélérée de 2,3% à 2,5% dans la zone euro, de 2,2% à 2,3% aux Etats-Unis et de 1,5% à 1,7% au Japon. Elle s'est stabilisée, en revanche, à 1,5% au Royaume-Uni, dans un contexte marqué par la persistance des incertitudes liées aux négociations autour du Brexit. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance a légèrement ralenti à 6,8% en Chine et s'est améliorée à 6,1% en Inde. Par ailleurs, après leur sortie de crise, les économies du Brésil et de la Russie poursuivent leur reprise avec une accélération progressive de la croissance.

Sur les marchés du travail, la situation continue de s'améliorer. Le taux de chômage s'est établi à 4,1% en novembre aux Etats-Unis avec une création de 228 mille emplois, et a baissé dans la zone euro à 8,8% en octobre, son niveau le plus faible depuis janvier 2009. Dans les principaux pays de la zone, il a diminué de 0,1 point de pourcentage à 9,4% en France et s'est stabilisé à 16,7% en Espagne, à 11,1% en Italie et à 3,6% en Allemagne.

Sur les marchés boursiers, les évolutions entre octobre et novembre dans les pays avancés ont été marquées par des orientations divergentes, avec notamment des hausses du Dow Jones et du NIKKEI 225 et des diminutions du FTSE 100 et de l'EUROSTOXX. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 2%, recouvrant notamment des augmentations des indices de la Chine et de l'Inde et un repli de celui de la Turquie. Sur les marchés de la dette souveraine, les rendements des bons à 10 ans ont baissé pour la France, l'Espagne et l'Italie et se sont stabilisés pour les Etats-Unis et pour l'Allemagne.

Au niveau des marchés de change, l'euro s'est déprécié de 0,1% entre octobre et novembre par rapport au dollar, a légèrement reculé contre le yen japonais et a stagné vis-à-vis de la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, leur évolution a été marquée par une sensible dépréciation de la livre turque avec une baisse de 5,4% par rapport au dollar, tandis que la roupie indienne s'est appréciée de 0,7% et le yuan chinois a stagné à 6,6 yuans/dollar. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré une légère décélération de 3,2% en septembre à 3,1% en octobre aux Etats-Unis et s'est accéléré de 2,5% à 2,7% dans la zone euro.

Sur les marchés des matières premières, le prix du pétrole a poursuivi sa tendance haussière entamée depuis le mois de juillet atteignant en novembre 60 \$ le baril, soit une progression de 9,2% d'un mois à l'autre et de 27,9% en glissement annuel. Cette évolution s'explique notamment par les anticipations du marché de la reconduction de l'accord de limitation de la production jusqu'en décembre 2018 et par les tensions géopolitiques. Pour ce qui est des produits hors énergie, l'indice Dow Jones-UBS s'est apprécié de 5,2% en glissement annuel, avec une augmentation importante de 22,1% des cours des métaux de base et une diminution de 5,1% pour les prix des produits agricoles. En particulier pour les phosphates et dérivés, le cours du phosphate brut ressort en baisse de 23,1%, tandis que ceux du DAP et du TSP se sont accrus de 14,6% et de 3% respectivement.

Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro s'est accélérée de 1,4% en octobre à 1,5% en novembre de même qu'aux Etats-Unis de 2,0% à 2,2%.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a décidé le 14 décembre 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 pendant une période prolongée et bien au-delà de l'horizon fixé pour son programme d'achats nets d'actifs. Elle a également réitéré que ses achats se poursuivront jusqu'à fin septembre 2018 avec une réduction de leur montant à 30 milliards d'euros à partir de janvier 2018. De même, la FED a décidé le 13 décembre de relever, pour la troisième fois cette année, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux la portant à [1,25% ; 1,5%] et ce compte tenu des conditions actuelles et attendues au niveau du marché du travail et de l'inflation. Elle a réaffirmé que la politique monétaire reste accommodante, favorisant davantage l'amélioration de la situation sur le marché du travail et un retour soutenu de l'inflation à 2%.

Au plan national, les données des comptes extérieurs relatives aux onze premiers mois de l'année indiquent une nette accélération du rythme de progression des exportations qui ont marqué un accroissement à 9,4%, avec notamment des progressions de 12,2% pour les phosphates et dérivés, de 8,5% pour l'industrie alimentaire et de 6,9% pour l'automobile. En parallèle, les importations ont progressé de 6,7%, reflétant principalement une augmentation de 28,6% de la facture énergétique et de 4,9% des achats de biens de consommation. Les acquisitions de biens d'équipement ont progressé de 3,4% après l'importante hausse enregistrée en 2016. Ceci étant, le déficit commercial s'est creusé de 5,6 milliards de dirhams à 172,7 milliards et le taux de couverture s'est amélioré de 1,4 point de pourcentage à 56,4%. Pour leur part, les recettes de voyage et les transferts des MRE ont augmenté de 6,5% et de 3% respectivement. Tenant compte de ces évolutions et des entrées de 27 milliards de dirhams au titre des IDE et de 8 milliards de dons du CCG, ainsi que de sorties importantes au titre des investissements directs des marocains à l'étranger tirées essentiellement par une importante opération d'acquisition, les réserves internationales nettes se sont renforcées à 238,4 milliards de dirhams à fin novembre, soit l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

Cette évolution s'est reflétée au niveau de la liquidité bancaire, dont le déficit est revenu de 69 milliards à fin juillet à 43,5 milliards à fin novembre. Bank Al-Maghrib a ainsi ajusté le volume de ses injections, le ramenant à 43,2 milliards, permettant ainsi de maintenir le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire aligné sur le taux directeur. Dans ces conditions, les taux souverains n'ont pas connu de variations significatives, alors que les taux débiteurs sont ressortis en hausse de 34 points de base au troisième trimestre, reflétant notamment l'augmentation des taux assortissant les facilités de trésorerie aux entreprises. Le crédit au secteur non financier a poursuivi son amélioration avec une croissance de 5,2% en octobre, après 4,3% au troisième trimestre et 3,6% au deuxième trimestre.

En ce qui concerne les finances publiques, l'exécution sur les dix premiers mois de l'année s'est soldée par un déficit budgétaire de 30,4 milliards, en baisse de 5,1 milliards par rapport à la même période de 2016. Cette amélioration résulte notamment d'une augmentation des recettes fiscales, avec des hausses de 13,7% pour l'IS et de 6,7% pour la TVA. Parallèlement, les dépenses globales ont progressé de 2,2%, reflétant des accroissements de 31,1% de la charge de compensation à 12,8 milliards, de 6,7% pour les transferts aux collectivités territoriales et de 1% pour l'investissement. Compte tenu de la réduction de 6 milliards des arriérés de paiement, le déficit de caisse s'est élevé à 36,3 milliards. Ce besoin, en plus d'un flux net extérieur négatif de 1,2 milliard, a été couvert par des ressources intérieures.

Dans ce contexte favorisé par une bonne campagne agricole, la croissance économique s'est établie à 4,2% au deuxième trimestre au lieu de 1% au même trimestre de 2016. La valeur ajoutée agricole a connu un rebond de 17,5% contre une baisse de 12,8%, et celle des activités non agricoles s'est établie à 2,8% au lieu de 1,7%. Du côté de la demande, cette amélioration reflète une accélération du rythme d'accroissement de la consommation finale des ménages de 2,9% à 4,9%, à la faveur notamment de l'amélioration des revenus agricoles et des conditions sur le marché du travail, et d'une contribution positive des exportations nettes à la croissance de 0,9 point au lieu de -3,8 points. En revanche, le rythme de l'investissement a marqué un net ralentissement à 0,9% au lieu de 8,5% et la consommation finale des administrations publiques a augmenté de 0,6% après 2,4%.

Au plan de l'emploi, les données relatives au troisième trimestre indiquent une légère amélioration de la situation sur le marché du travail. Les créations se sont établies à 89 mille emplois, dont 47 mille dans l'agriculture, 20 mille dans les services, 15 mille dans l'industrie et 7 mille dans le BTP. En parallèle, le marché a connu une entrée nette de 131 mille demandeurs d'emplois et le taux d'activité a reculé de 0,3 point de pourcentage à 45,5%. En conséquence, le taux de chômage s'est légèrement accru de 10,4% à 10,6% au niveau national et de 14,5% à 14,9% en milieu urbain.

Sur le marché immobilier, après une baisse de 1% au deuxième trimestre, l'indice des prix des actifs a augmenté en glissement trimestriel de 0,6% au troisième trimestre, avec une progression des prix des terrains, une stagnation de ceux des appartements et une diminution de ceux des locaux commerciaux. En parallèle, les transactions ont diminué de 1,4%, reflétant notamment une baisse des ventes d'appartements. Sur le marché boursier, l'orientation reste positive, le MASI ayant affiché une hausse de 1% après 5,6% un trimestre auparavant, ramenant sa performance annuelle à 4,3%. Pour leur part, les transactions se sont établies à 11,9 milliards de dirhams après une moyenne de 14,5 milliards sur les deux premiers trimestres de 2017.

En ce qui concerne l'inflation, elle a augmenté à 0,6% en octobre après s'être inscrite dans une tendance baissière depuis le dernier trimestre de 2016. Cette accélération reflète l'atténuation du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils de 6,3% en moyenne au troisième trimestre à 3,8% en octobre et, dans une moindre mesure, l'accélération de 1,2% à 1,3% de l'inflation sous-jacente et de 4,2% à 5,5% de la progression des prix des carburants et lubrifiants. Pour les produits réglementés, leurs tarifs ont augmenté de 1%, sous l'effet des hausses antérieures des prix de « l'électricité » et des « tabacs ».

En termes de perspectives, la reprise de l'activité économique mondiale se confirme, tirée principalement par une accélération plus importante que prévu de la croissance dans les pays avancés. Dans la zone euro, après 1,8% en 2016, la croissance devrait terminer l'année avec un rebond à 2,3%, soutenue par la vigueur de la demande intérieure et des conditions monétaires favorables. Elle devrait ralentir à 1,8% en 2018 et à 1,6% en 2019, en lien notamment avec les incertitudes entourant les modalités du Brexit. Aux Etats-Unis, le regain d'optimisme des opérateurs lié notamment aux réformes fiscales annoncées ainsi qu'à l'orientation accommodante de la politique monétaire devrait stimuler l'activité à moyen terme. La croissance devrait s'accroître de 1,6% en 2016 à 2,2% en 2017 avant de se stabiliser à 2,3% en 2018 et 2019. Dans ces conditions, le taux de chômage devrait marquer un net recul aux Etats-Unis pour terminer l'année 2017 avec un taux de 4,4% après 4,8% en 2016, avant de se maintenir à 4,3% en 2018 et 2019. De même, la situation sur le marché du travail dans la zone euro devrait

poursuivre son amélioration, le taux de chômage devant revenir de 10% en 2016 à 9,1% en 2017 avant de s'établir à 8,8% en 2018 et à 8,6% en 2019.

Sur les marchés des matières premières, tenant compte de l'amélioration des perspectives économiques mondiales, des tensions géopolitiques ainsi que de la reconduction de l'accord de limitation de la production jusqu'en décembre 2018, les projections des prix du pétrole ont été revues à la hausse. En effet, après s'être établi à 42,8 \$/bl en 2016, le cours terminerait l'année avec une moyenne de 52,8 \$/bl et augmenterait à 57,8 \$/bl en 2018, avant de revenir à 55,3 \$/bl en 2019. Pour ce qui est des phosphates et dérivés et dans un contexte marqué notamment par des surplus des capacités de production, les prix devraient à moyen terme rester proches de leurs niveaux actuels.

Dans ces conditions, l'inflation devrait converger graduellement vers les objectifs de la BCE et de la FED. Dans la zone euro, elle avoisinerait 1,5% pour l'ensemble de l'année 2017 et s'établirait à 1,2% en 2018 et à 1,7% en 2019. Aux Etats-Unis, elle terminerait l'année avec une accélération à 2,1% et augmenterait à 2,2% en 2018 et à 2,4% en 2019.

Au niveau national, le déficit du compte courant en 2017 a été revu à la baisse de 0,3 point à 3,6% du PIB, compte tenu d'une nette accélération des exportations observée ces derniers mois. A moyen terme, la dynamique des exportations devrait se maintenir, avec notamment la poursuite du renforcement des expéditions des phosphates et dérivés et 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, les importations progresseraient à un rythme stable autour de 5%, avec une décélération des achats des produits énergétiques et une reprise des acquisitions de biens d'équipement, notamment en 2018. Pour leur part, les recettes de voyage devraient maintenir leur dynamique et l'accroissement des transferts MRE s'accélérerait pour avoisiner 3,5% lors des deux prochaines années. Tenant compte également des entrées de dons CCG de 7 milliards de dirhams en 2018 et de 2,5 milliards en 2019, le compte courant se stabiliserait à 3,6% du PIB en 2018 et s'atténuerait à 3,3% en 2019. Au total, et sous l'hypothèse de la poursuite de la dynamique des entrées d'IDE, la prévision des réserves a été revue à la hausse à 239 MMDH ou l'équivalent de 5 mois et 24 jours d'importations de biens et services en 2017. Pour les deux années prochaines, elles devraient se stabiliser au même rythme de 2017, assurant ainsi la couverture de 5 mois et 15 jours d'importations de biens et services.

Tenant compte de l'amélioration prévue de la trajectoire des réserves internationales, le déficit de liquidité devrait terminer l'année à 38,8 milliards de dirhams et se creuser à 50,6 milliards à fin 2018 et à 62,7 milliards au terme de 2019, impacté notamment par la hausse tendancielle de la fiduciaire. Quant aux conditions monétaires, elles devraient s'assouplir sur l'horizon de prévision, en relation avec la dépréciation prévue du taux de change effectif réel. Dans ces conditions, et tenant compte également des projections de la croissance, la prévision du crédit bancaire au secteur non financier a été maintenue inchangée par rapport à l'exercice de septembre, à 4,5% à fin 2017 et à 5% en 2018 et 2019.

Au niveau des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre de 2017 se solderait par un déficit de 3,5% du PIB. A moyen terme, 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, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre ramenant le déficit autour de 3%.

Sur le plan des comptes nationaux, les prévisions ont été légèrement ajustées par rapport à l'exercice de septembre, tenant compte notamment d'une réalisation au deuxième trimestre en deçà des attentes. La croissance pour 2017 ressortirait à 4,1%, avec un rebond de 14,7% de la valeur ajoutée agricole et une reprise, quoique lente, des activités non agricoles, dont la valeur ajoutée s'accélérait de 2,2% à 2,7%. Du côté de la demande, les exportations nettes se redresseraient et la demande intérieure se consoliderait sous l'effet de l'amélioration de la consommation des ménages, l'investissement devant par contre terminer l'année en net ralentissement. A moyen terme, et sous l'hypothèse de campagnes agricoles moyennes, la croissance devrait ralentir à 3% en 2018 avant de s'accélérer à 3,6% en 2019. Quoiqu'à un rythme lent, les activités non agricoles continueraient à s'améliorer avec une croissance de leur valeur ajoutée de 3,4% en 2018 et de 3,6% en 2019. La demande intérieure devrait continuer à soutenir la croissance avec notamment une reprise de l'investissement, tandis que les exportations nettes devraient marquer une contribution négative à la croissance en 2018 qui s'atténuerait en 2019, en liaison avec la mise en production prévue de l'usine Peugeot.

En ce qui concerne l'inflation, sa prévision a été légèrement ajustée par rapport à l'exercice de septembre, tenant compte de l'atténuation de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils observée lors des derniers mois, ainsi que de la révision des hypothèses relatives aux prix du pétrole. Elle devrait terminer l'année à un niveau relativement faible de 0,7%. En revanche, sa composante sous-jacente devrait augmenter à 1,3% et les prix des carburants et lubrifiants connaîtraient une progression plus importante que prévu en septembre. A moyen terme, l'inflation reviendrait à un niveau modéré pour se situer à 1,5% en 2018 et à 1,6% en 2019. Sa composante sous-jacente s'inscrirait dans une tendance haussière pour avoisiner 1,5% en 2018 et atteindrait 1,9% en 2019, en liaison notamment avec l'accélération de la demande intérieure et l'accroissement de l'inflation importée. Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils devraient marquer en 2018 une hausse moins importante qu'en 2017 avant de reculer légèrement en 2019.

Le scénario central des prévisions de BAM reste entouré de plusieurs risques avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En ce qui concerne la croissance, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, la crise politique en Espagne ainsi que la mise en œuvre aux Etats-Unis de politiques restrictives en matière de commerce et d'immigration impacteraient négativement la demande étrangère adressée au Maroc. De même, les conditions climatiques devraient impacter la croissance en 2018. En revanche, une politique budgétaire expansionniste et une dérégulation financière aux Etats-Unis pourraient stimuler davantage la croissance mondiale. Pour ce qui est de l'inflation, les risques identifiés devraient induire une inflation plus élevée que prévu et concernent notamment une augmentation plus importante qu'attendu des prix des produits alimentaires frais, en liaison avec le retard des pluies, et une hausse plus importante des prix des produits énergétiques sous l'effet des tensions géopolitiques.

## 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'embellie de l'économie mondiale s'est poursuivie durant le troisième trimestre. Dans les principales économies avancées, hormis le Royaume-Uni où le rythme de l'activité économique a stagné, la croissance a continué sa hausse graduelle aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Japon. L'amélioration des conditions économiques s'est accompagnée d'une stagnation du taux de chômage en novembre aux Etats-Unis, avec une baisse des créations d'emplois par rapport au mois précédent, alors que dans la zone euro ce taux a diminué en octobre. Quant aux principaux pays émergents, à l'exception de la Chine où elle a ralenti, la croissance s'est accélérée en Inde, au Brésil et en Russie. Sur les marchés financiers, les taux de rendement souverains ont connu en novembre une détente quasi-générale, alors que les indices boursiers des économies avancées ont enregistré des évolutions contrastées. S'agissant des cours internationaux des matières premières, ils se sont globalement orientés à la hausse, recouvrant un renchérissement des produits énergétiques et des métaux de base, et un recul des prix des produits agricoles. Les pressions inflationnistes restent toutefois contenues particulièrement sous l'effet de la normalisation prudente des politiques monétaires. Au final, l'ensemble de ces évolutions laisse entrevoir la poursuite de la modération des pressions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.

### 1.1 Activité économique et emploi

#### 1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a stagné à 4,1% en novembre, avec une baisse des créations d'emplois à 228.000 postes après 244.000 postes le mois précédent. Dans la zone euro, ce taux a diminué pour s'établir à 8,8% en octobre, soit le taux le plus faible enregistré depuis janvier 2009. Par pays, le taux de chômage a reculé d'un mois à l'autre en France de 9,5% à 9,4%, et s'est stabilisé à 11,1% en Italie, à 3,6% en Allemagne et à 16,7% en Espagne. Au Royaume-Uni, les chiffres d'août indiquent une stagnation de ce taux à 4,2%.

Par ailleurs, la croissance est restée stable au Royaume-Uni à 1,5% et s'est raffermie au Japon de 1,5% à 1,7%, en lien notamment avec la hausse des exportations.

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

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

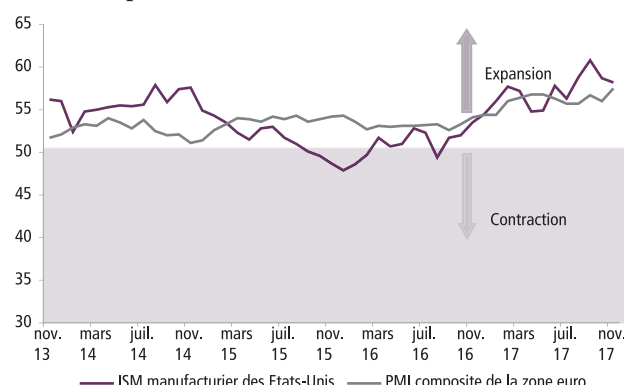
Source : Thomson Reuters Eikon.

Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine a légèrement ralenti à 6,8% au troisième trimestre et ce, dans un contexte d'augmentation des incertitudes autour de la stabilité financière du pays (Encadré I.1). A l'inverse, elle a rebondi de 5,6% à

6,1% en Inde et de 0,4% à 1,4% au Brésil. En Russie, les dernières données disponibles, qui restent celles du deuxième trimestre, indiquent une accélération de la croissance de 0,5% à 2,5%.

S'agissant des indicateurs à haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro a enregistré en novembre 2017 une hausse, s'établissant à 57,5 points après 56,0 points le mois précédent, soit son plus haut niveau observé depuis 79 mois. A l'opposé, aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier a accusé en novembre une baisse à 58,2 points, après 58,7 points en octobre.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

### 1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a baissé à 4,1% en octobre contre 4,2% en septembre, avec un rebond des créations d'emplois à 261.000 postes après 18.000 postes le mois précédent. De même, ce taux a diminué dans la zone euro pour s'établir à 8,8% en octobre, soit le taux le plus faible enregistré depuis janvier 2009. Par pays, le taux de chômage a reculé d'un mois à l'autre en France de 9,5% à 9,4%, et s'est stabilisé à 11,1% en Italie, à 3,6% en Allemagne et à 16,7% en Espagne. Au Royaume-Uni, les chiffres d'août indiquent une stagnation de ce taux à 4,2%.

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

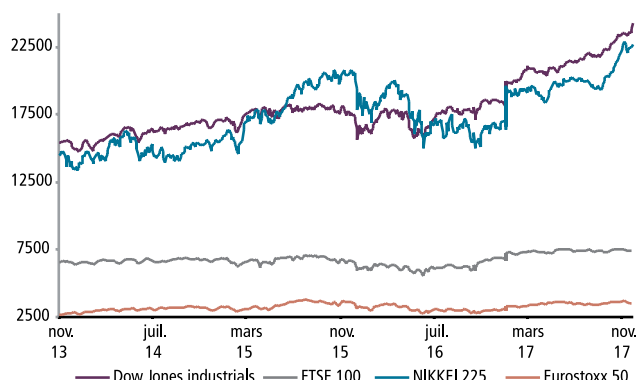
	2015	2016	2017		
			sept.	oct.	nov.
<b>Etats-Unis</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
<b>Zone euro</b>	<b>10,9</b>	<b>10</b>	<b>8,9</b>	<b>8,8</b>	<b>n.d</b>
France	10,4	10,1	9,5	9,4	n.d
Italie	11,9	11,7	11,1	11,1	n.d
Allemagne	4,6	4,1	3,6	3,6	n.d
Espagne	22,1	19,6	16,7	16,7	n.d
<b>Royaume-Uni</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>n.d</b>	<b>n.d</b>	<b>n.d</b>

Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont été orientés entre octobre et novembre à la hausse aux Etats-Unis et au Japon et à la baisse dans la zone euro et au Royaume-Uni, avec une légère hausse de la volatilité.

**Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**



Source : Thomson Reuters Eikon.

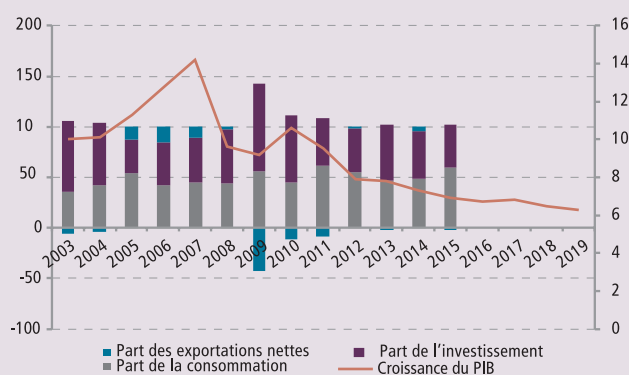


### Encadré 1.1 : L'accentuation du risque financier en Chine

Après avoir atteint un pic de 14,2% en 2007, la croissance en Chine a enregistré au cours des dernières années un recul progressif, s'établissant pour l'année 2016 à 6,5% selon le FMI. Ce ralentissement reflète un essoufflement du modèle chinois qui reposait sur les exportations et l'investissement. Ce dernier s'est accompagné d'une faible croissance de la productivité, liée à une allocation sous-optimale des facteurs et une surcapacité de l'investissement, incitant les autorités à migrer vers un modèle plus soutenable basé sur la consommation et les services.

Dans son rapport des Consultations 2017 au titre de l'Article IV, le FMI estime que les récentes performances économiques de la Chine s'accompagnent d'une montée de plus en plus importante du risque financier. Toutefois, il souligne que le pays, quoique lentement, progresse dans le rééquilibrage de son modèle économique. En effet, le ralentissement de la croissance s'est interrompu depuis fin 2016 et la croissance s'est établie à 6,9% en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2017. La contribution de la consommation à la croissance a atteint 63,4% au 1er semestre 2017, bénéficiant dès lors de la faible inflation (1,4%) et de la politique budgétaire expansionniste, et la croissance des services dépasse celle du secteur manufacturier, qui représente 54,1% du PIB.

Graphique E 1.1.1 : Evolution de la croissance du PIB et de ses composantes

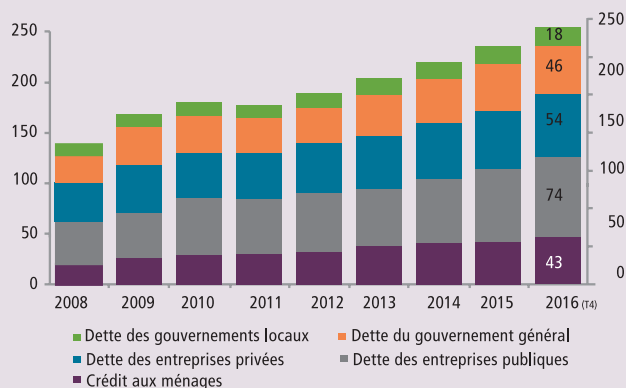


Néanmoins, de nombreux déséquilibres subsistent. L'épargne, considérée en valeur la plus élevée du monde, en est à l'origine tant sur le plan externe qu'interne. Tout d'abord, l'excès d'épargne, qui reflète l'excédent courant, alimente l'épargne mondiale et exerce, de ce fait, des pressions baissières sur les taux d'intérêt mondiaux. Du côté domestique, tout surcroît d'épargne qui est restreint d'être gardé en interne, est souvent canalisé vers le système financier, renforçant en particulier l'offre de crédit.

Actuellement, selon le FMI, la baisse de l'excédent du compte courant se poursuit, mais les fragilités internes s'accroissent. Ainsi, dans son dernier rapport sur l'Évaluation de la Stabilité du Système Financier chinois, le Fonds s'inquiète du niveau d'endettement et de son impact sur la stabilité financière. En effet, la croissance du crédit dépasse celle du PIB et le ratio du crédit rapporté au PIB a atteint 235% en 2016. Ce dernier, selon les

estimations du Fonds, pourrait s'accélérer de 60 points de pourcentage à plus de 290% du PIB d'ici 2022. Concernant les entreprises non financières, leur endettement s'est élevé à 165% du PIB en 2016 dont une part importante, équivalant à 70% selon l'OCDE et 57% selon le FMI, est détenue par des entreprises publiques. La divergence des statistiques tient aux modes de financement opaques qui ont pris de plus en plus d'ampleur depuis 2008. En particulier, le « Shadow Banking<sup>(1)</sup> », qui est le mode de financement le plus répandu, représente 83% du PIB à la fin 2016<sup>(2)</sup>.

**Graphique E 1.1.2 : Evolution et composition du crédit (en % du PIB)**



Dans ce contexte, les autorités ont placé la préservation de la stabilité financière comme priorité fondamentale. La Commission sur la Stabilité Financière wet le Développement, nouvellement créée et ayant pour mandat unique de veiller à la stabilité financière, a tenu sa première réunion début novembre. Par ailleurs, des réformes ont été déployées à l'égard de l'endettement élevé notamment celui des entreprises publiques, mais le FMI juge que celles-ci devraient davantage s'accélérer. Il estime que la réforme de la propriété conjointe est toujours dans ses phases initiales et que l'environnement des affaires et du commerce devrait davantage s'améliorer. Il note également que les barrières à l'entrée subsistent et que l'accès aux ressources ainsi que le traitement ne sont pas toujours assurés équitablement, faisant allusion au fait que les entreprises publiques continuent de bénéficier d'un soutien substantiel implicite<sup>3</sup> (accès préférentiel au crédit, foncier...). Par conséquent, le Fonds recommande aux autorités de s'attaquer en premier lieu aux entreprises «Zombies»<sup>4</sup>, lesquelles constituent une source importante de vulnérabilité pour l'endettement des entreprises non-financières et du tassement de la productivité.

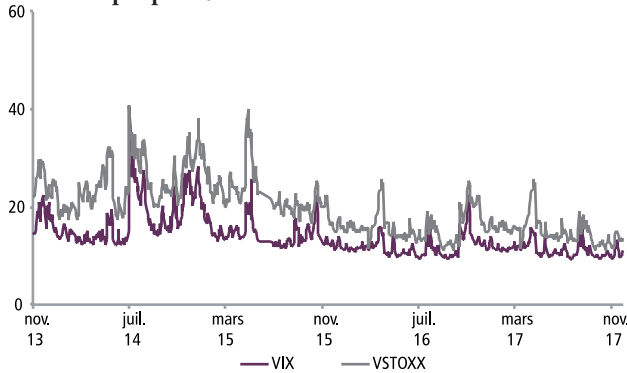
Au total, selon le Fonds, l'enjeu pour les autorités chinoises est d'arbitrer entre un court terme marqué par une croissance élevée et un moyen terme visant une croissance soutenable. Il ajoute que contenir les risques financiers nécessiterait de réduire l'objectif en matière de croissance, notamment celui de doubler le PIB de 2010 à l'horizon de 2020.

(1) Le « Shadow Banking » désigne l'ensemble des activités et des acteurs contribuant au financement non bancaire de l'économie.

(2) Dong J., Huang B. et Xia L. Taming China's shadow banking sector, BBVA research, août 2017.

(3) Il est estimé à 3% du PIB selon une étude de Lam et Schipe 2017.

(4) Selon le Conseil d'Etat Chinois, une entreprise «Zombie» est une firme qui a subi trois années successives de perte, qui peine à répondre aux standards environnementaux et technologiques, qui ne s'aligne pas aux politiques industrielles nationales et qui dépend largement du soutien de l'Etat et des banques pour survivre.

**Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX**

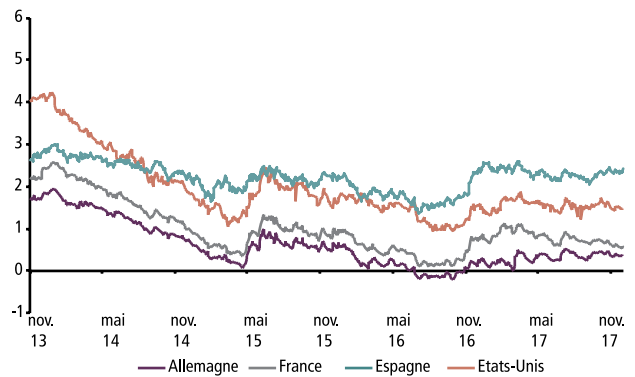
Source : Thomson Reuters Eikon.

Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 2% entre octobre et novembre, recouvrant notamment des hausses pour la Chine et l'Inde et une diminution pour la Turquie.

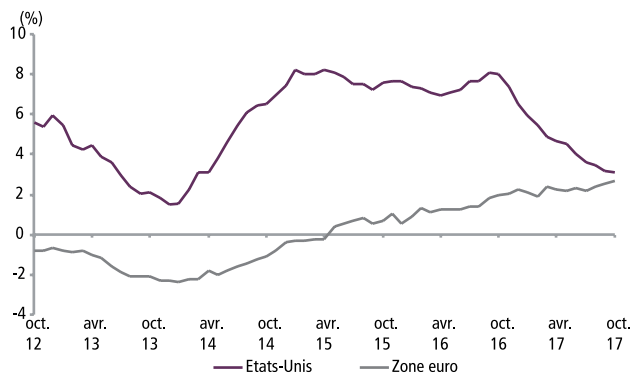
Concernant les marchés obligataires, à l'exception de l'Allemagne et des Etats-Unis où il a stagné, le taux de rendement à 10 ans s'est inscrit en baisse entre octobre et novembre dans les principales économies avancées.

S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement à 10 ans a enregistré entre octobre et novembre des hausses allant de 20 points de base pour la Chine et l'Inde à 100 points de base pour la Turquie.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est stabilisé entre octobre et novembre à -0,33%, alors que le Libor de même maturité a connu une légère hausse à 1,43%. Concernant le crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré entre septembre et octobre une légère décélération de 3,2% à 3,1% aux Etats-Unis, et s'est accéléré de 2,5% à 2,7% dans la zone euro.

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

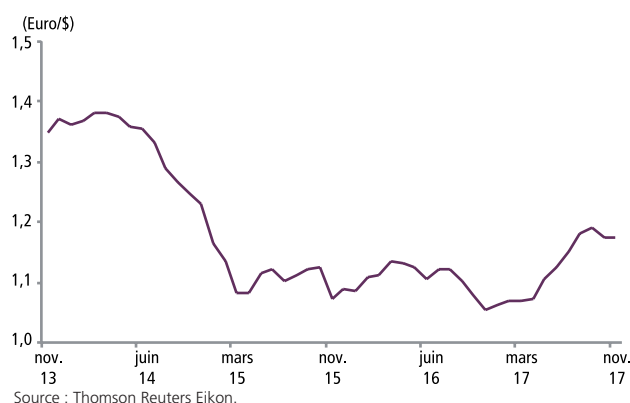
Source : Thomson Reuters Eikon.

**Graphique 1.5 : Evolution du 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 légèrement déprécié de 0,1% par rapport au dollar entre octobre et novembre, s'établissant à 1,17 dollar. De même, il a légèrement reculé face au yen japonais et a stagné vis-à-vis de la livre sterling. Quant à l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, elle a été marquée par une forte dépréciation de la lire turque de 5,4%, sous l'effet principalement de l'accroissement des tensions diplomatiques avec les Etats-Unis.

**Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar**



S'agissant des décisions de politique monétaire, la FED a décidé le 13 décembre de relever, pour la troisième fois cette année, la fourchette cible de son taux directeur d'un quart de point de pourcentage à 1,25%-1,50% et ce, compte tenu des conditions actuelles et attendues au niveau du marché du travail et de l'inflation. La FED a réitéré que la politique monétaire reste accommodante soutenant ainsi les conditions favorables sur le marché du travail et un retour durable de l'inflation à 2%.

Pour sa part, la BCE a décidé le 14 décembre de maintenir le 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 son intention de poursuivre à compter de janvier 2018 les achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'actifs (APP) à un rythme mensuel de 30 milliards d'euros jusque 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. Si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, elle se tient prête à accroître le volume et/ou à allonger la durée de l'APP.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé le 14 décembre de maintenir inchangé son taux directeur à 0,5%. Elle a également décidé de garder le stock d'achats d'obligations notées « investment-grade » d'entreprises non financières britanniques à 10 milliards de livres sterling, et celui des achats d'obligations du gouvernement britannique à 435 milliards de livres sterling.

Concernant les pays émergents, la Banque centrale du Brésil a décidé le 6 décembre de réduire son taux directeur de 0,5 point de pourcentage à 7%, tout en indiquant que l'ensemble des indicateurs d'activité économique disponibles font ressortir une reprise graduelle de l'économie brésilienne. De même, la Banque centrale de Russie a décidé le 15 décembre de réduire son taux directeur de 50 points de base à 7,75%. Pour sa part, la Banque centrale de l'Inde a décidé le 6 décembre de maintenir inchangé son taux à 6%.

### **1.3 Prix des matières premières et inflation**

Hormis les produits agricoles qui ont accusé une légère baisse, les prix des matières premières se sont globalement orientés à la hausse en novembre. En effet, l'indice Dow Jones-UBS global s'est accru de 2,8% en glissement mensuel et de 10,6% en glissement annuel.

#### **1.3.1 Prix des matières premières énergétiques**

Bien que les marchés internationaux aient été particulièrement perturbés au cours du mois de novembre, notamment au regard des spéculations autour d'un renouvellement de l'accord de réduction de la production et la publication des prévisions de l'Agence Internationale de l'Energie - tablant sur une baisse de la demande mondiale en 2018/19-, le prix du pétrole a poursuivi sa hausse entamée depuis juillet dernier, s'établissant à son plus haut niveau depuis plus de deux ans. Echangé à 60 dollars le baril en moyenne,

il ressort en progression de 27,9% en glissement annuel et de 9,2% d'un mois à l'autre. Il est à noter que l'OPEP et quelques pays non-membres ont décidé de reconduire l'accord de limitation de la production jusqu'en décembre 2018. Toutefois, et en vue des incertitudes entourant l'offre et dans une moindre mesure la demande, une revue de cet accord est prévue en juin prochain pour d'éventuels ajustements. Le prix du gaz naturel, pour sa part, a reculé de 1% entre les mois d'octobre et de novembre pour atteindre les 6,02 dollars le mBTU<sup>1</sup> dollars, mais ressort en progression de 22,6% en glissement annuel.

**Graphique 1.7 : Cours du pétrole<sup>1</sup> en dollars**

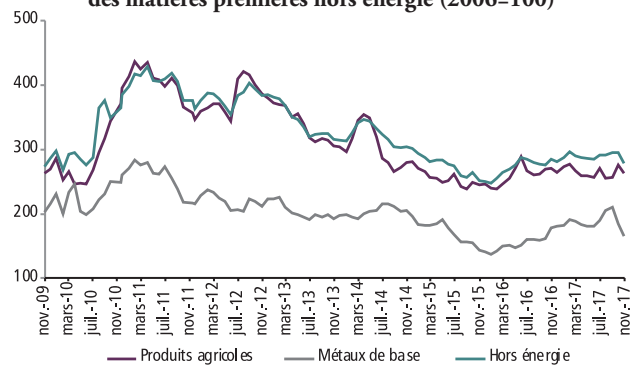


<sup>1</sup> La moyenne du prix du Brent du Royaume-Uni, de Dubai Fateh et du West Texas Intermediate (WTI)  
Source : Thomson Reuters Eikon.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les produits hors énergie se sont renchérissés au cours du mois de novembre. L'indice Dow Jones-UBS y afférent s'est ainsi raffermi de 5,2% en glissement annuel recouvrant d'une part, un net rebond de 22,1% des cours des métaux de base et d'autre part, une diminution de 5,1% de l'indice des prix des produits agricoles.

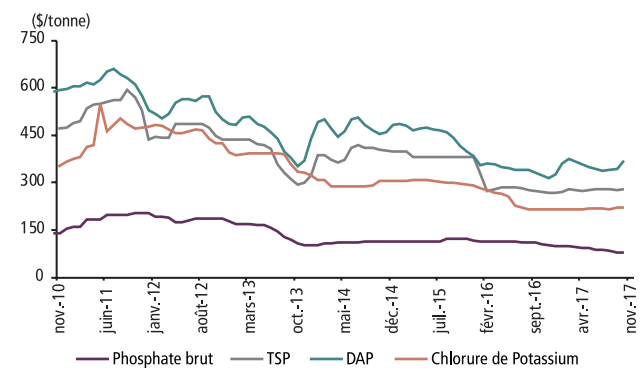
**Graphique 1.8 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (2006=100)**



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur le marché mondial des engrais, les prix du phosphate brut et du chlorure de potassium sont demeurés inchangés au cours du mois de novembre à respectivement 80 et 222 dollars. En revanche, le cours de l'urée a baissé de 6,5% à 246 dollars, tandis que ceux du DAP et du TSP se sont accrus respectivement de 7,6% à 370 dollars et de 0,7% à 278 dollars. En glissement annuel, en dehors du phosphate brut qui ressort en baisse de 23,1%, les cours ont accusé des accroissements de 3% pour le TSP, de 3,3% pour le Chlorure de Potassium, de 14,6% pour le DAP et de 16,6% pour l'urée. Pour ce qui est du blé dur, son prix s'est accru de 2,3% d'un mois à l'autre et de 19,3% en glissement annuel.

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



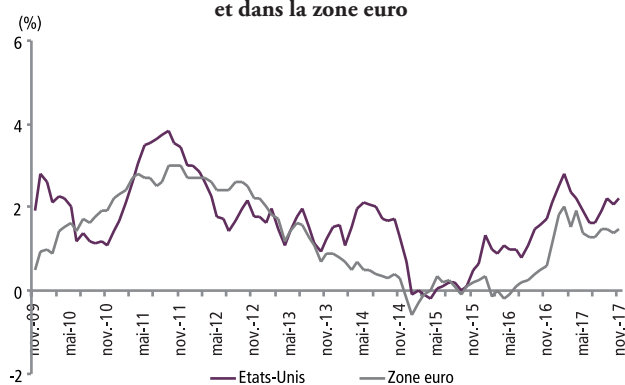
Source : Banque Mondiale.

<sup>1</sup> mBTU : Million de British Thermal Unit

### 1.3.3 Inflation

Selon Eurostat, l'inflation dans la zone euro s'est établie à 1,5% en novembre, contre 1,4% un mois auparavant. Cette évolution reflète en partie les hausses des prix en Allemagne et en Espagne à 1,8%. Concernant les autres pays de la zone, ils ont enregistré une stagnation de cette dernière à 1,2% en France et à 1,1% en Italie. Pour ce qui est des autres principales économies avancées, l'inflation a poursuivi son accroissement à 2,2% aux Etats-Unis de même qu'au Royaume-Uni à 3,1%. Quant au Japon, la dernière statistique qui est celle du mois d'octobre, indique une décrue de celle-ci à 0,2%. Au niveau des pays émergents, la hausse des prix s'est accélérée à 4,9% en Inde et dans une moindre mesure au Brésil à 2,8% ; tandis qu'elle a reculé à 1,7% en Chine et à 2,5% en Russie.

**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**

	2015	2016	2016/2017		
			Sept.	Oct.	Nov.
<b>Etats-Unis</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
<b>Zone Euro</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>
<b>Allemagne</b>	0,1	0,4	1,8	1,5	1,8
<b>France</b>	0,1	0,3	1,1	1,2	1,2
<b>Espagne</b>	-0,5	-0,2	1,8	1,7	1,8
<b>Italie</b>	0,1	-0,1	1,3	1,1	1,1
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>
<b>Japon</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>n.d</b>

Source : Thomson Reuters Eikon et FMI.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

Au cours des neuf premiers mois de 2017, les exportations ont enregistré une progression de 8,8%, résultat principalement de la bonne performance des ventes du secteur agricole et agroalimentaire et de phosphates et dérivés. En parallèle, les importations ont enregistré un accroissement de 6%, tiré principalement par une hausse de la facture énergétique. Le solde commercial s'est ainsi creusé de 3,4 milliards par rapport à la même période de l'année précédente à 139,9 milliards et le taux de couverture s'est, en revanche, amélioré de 1,5 point de pourcentage à 56,2%.

Concernant les recettes de voyages et les transferts des MRE, ils ont marqué des hausses respectives de 4,6% et de 1,5%. Au niveau du compte financier, le flux net des investissements directs étrangers s'est accru de 32%, en liaison avec une contraction de 51,6% des cessions d'investissements, alors que les entrées se sont améliorées de 1,7%. En parallèle, le flux net des investissements des marocains à l'étranger est passé d'une année à l'autre de 3,3 milliards de dirhams à 8 milliards de dirhams, avec une hausse des sorties de 5,3 milliards de dirhams. Au total, et compte tenu de l'évolution des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes se sont établies à 223,3 milliards à fin septembre, soit l'équivalent de 5 mois et 20 jours d'importations de biens et services.

### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations au cours des neuf premiers mois de l'année 2017 est liée principalement à une hausse de 10% des ventes du secteur de l'agriculture et de l'agro-alimentaire à 38,1 milliards de dirhams et de 10,1% des exportations des phosphates et dérivés à 32,6 milliards. Par produit, les exportations des dérivés de phosphates ont augmenté de 9,3% et celles de phosphates bruts ont progressé de 13,4%, reflétant essentiellement une hausse des quantités expédiées, les prix de l'ensemble de ces produits s'étant inscrits en baisse.

Dans le même sens, les ventes des secteurs de l'automobile et du textile et cuir se sont accrues de 4,6% à 41,9 milliards et de 6,9% à 28,2 milliards respectivement.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

Secteurs	janv. sept.-17	janv. sept.-16	Variations	
			En valeur	En %
<b>Exportation (FAB)</b>	<b>179 365</b>	<b>164 816</b>	<b>14 549</b>	<b>8,8</b>
Automobile	41 921	40 088	1 833	4,6
Agriculture et Agro-alimentaire	38 131	34 680	3 451	10,0
Phosphates et dérivés	32 648	29 666	2 982	10,1
Textile et Cuir	28 163	26 344	1 819	6,9
Aéronautique	7 755	6 719	1 036	15,4
Electronique	6 755	6 523	232	3,6
Industrie pharmaceutique	857	787	70	8,9
Autres	23 135	20 009	3 126	15,6

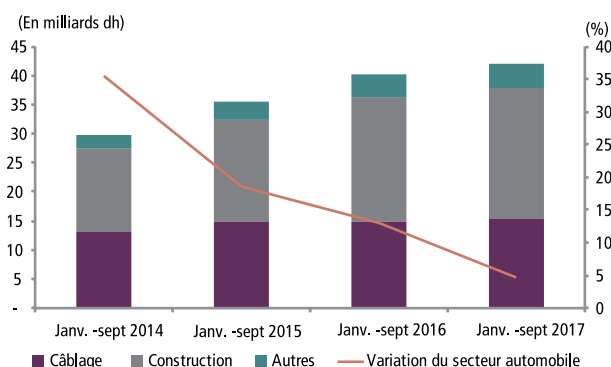
Source : Office des changes.

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

	janv.-Sept. 2017/ janv.-sept. 2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	13,4	41,3	-19,7
Engrais naturels et chimiques	16,5	22,2	-4,6
Acide phosphorique	-4,2	7,4	-10,8

Source : Office des changes.

**Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin septembre**



Source : Office des changes.

## 2.1.2 Importations

L'accroissement des importations est attribuable en grande partie à la hausse de la facture énergétique de 28,4% à 50,5 milliards de dirhams tirée principalement par la hausse des prix. Les achats de gasoil et fuel se sont accrues de 33,7% et ceux de gaz de pétrole de 25%.

De même, les acquisitions de biens de consommation ont crû de 4,4% à 74,8 milliards et celles de demi-produits de 2,8% à 70,9 milliards. Dans le même sens, les importations de produits bruts ont augmenté de 14% à 15,1 milliards. En revanche, les achats de biens d'équipement, après avoir marqué une hausse de 8,2% en 2016, n'ont progressé que de 0,7% à 75,8 milliards et ceux de produits alimentaires ont diminué de 2,2% à 31,9 milliards, résultat notamment de la baisse des acquisitions de blé et de l'orge.

Au total, le déficit commercial s'est élevé à 139,9 milliards de dirhams en creusement de 2,5% en glissement annuel ou 3,4 milliards et le taux de couverture est passé de 54,7% à 56,2% à fin septembre 2017.

**Tableau 2.3 : Evolution des importations**

Groupe de produits	janv. sept.-17	janv. sept.-16	Variations	
			En valeur	En %
<b>Importations (CAF)</b>	<b>319 240</b>	<b>301 242</b>	<b>17 998</b>	<b>6,0</b>
Produits énergétiques	50 497	39 331	11 166	28,4
Biens d'équipement	75 802	75 271	531	0,7
Produits bruts	15 134	13 273	1 861	14,0
Produits finis de consommation	74 772	71 599	3 173	4,4
Demi produits	70 951	69 046	1 905	2,8
Produits alimentaires	31 979	32 699	-720	-2,2

Source : Office des changes

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

	janv.-sept. 2017/ janv.-sept. 2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	-27,1	-36,4	14,7
Gas-oils et fuel-oils	33,7	7,4	24,5
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	25,0	-0,4	25,5
Soufres bruts et non raffinés	0,3	7,1	-6,4

Source : Office des changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Pour ce qui est de la balance des services, les recettes de voyages se sont accrues de 4,6% à 53,7 milliards et les dépenses de même nature de 18,7% pour atteindre 13,1 milliards. Quant au service transport, les recettes ont progressé de 10,9% à 21,1 milliards et les dépenses de 16,6% à 27,4 milliards de dirhams. En somme, la balance des services s'est soldée par un excédent de 437 millions de dirhams, en hausse de 0,8% par rapport à la même période de 2016.

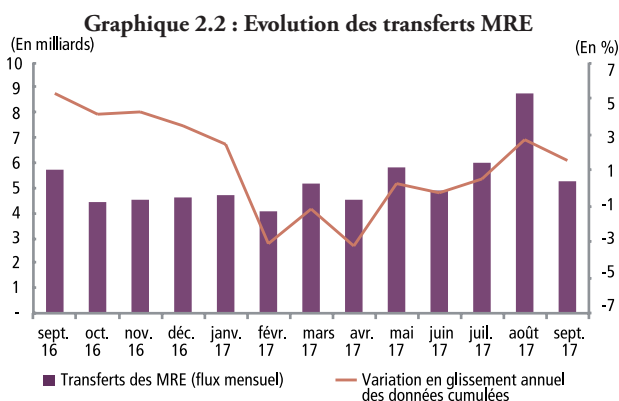
S'agissant des transferts des MRE, après une hausse de 5,3% sur les neuf premiers mois de 2016, ils n'ont augmenté que de 1,5% à 49,4 milliards de dirhams.



**Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services**

(En millions de DH)	janv. sept.-17	janv. sept.-16	Evolution	
			En valeur	En %
<b>Importations</b>	<b>68 029</b>	<b>62 297</b>	<b>5 732</b>	<b>9,2</b>
Service de transport	27 447	23 537	3 910	16,6
Voyages	13 103	11 039	2 064	18,7
<b>Exportations</b>	<b>121 712</b>	<b>115 543</b>	<b>6 169</b>	<b>5,3</b>
Service de transport	21 078	19 000	2 078	10,9
Voyages	53 744	51 373	2 371	4,6
<b>Solde</b>	<b>53 683</b>	<b>53 246</b>	<b>437</b>	<b>0,8</b>

Source : Office des changes.



Source : Office des changes.

À l'exception des achats des biens alimentaires qui ont accusé une baisse les autres rubriques ont connu une augmentation. S'agissant des exportations, les ventes étaient en progression, avec notamment une hausse de 12,2% des exportations des phosphates et dérivés, après une accélération du rythme d'accroissement constatée depuis août de l'année en cours. Concernant les autres postes du compte courant, les recettes de voyage et les transferts des MRE ont augmenté à fin novembre de 6,5% et de 3% respectivement. Quant aux opérations du compte financier, le flux net d'investissements directs étrangers s'est accru de 14,6%, en liaison avec une contraction de 62,5% des cessions d'investissements. Au total, et compte tenu de l'évolution des autres rubriques de la balance des paiements, les réserves internationales nettes ont reculé de 3,5% à 238,4 milliards de dirhams à fin novembre, soit l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

## 2.3 Compte financier

Le flux net d'IDE a marqué une progression de 4,7 milliards de dirhams, reflétant essentiellement une baisse de 4,3 milliards des désinvestissements. Celui des investissements des marocains à l'étranger a augmenté de 4,7 milliards, reflétant la hausse de leurs investissements à l'extérieur de 5,3 milliards de dirhams. Compte tenu de ces évolutions et de celles des autres opérations financières, l'encours des réserves internationales nettes s'est contracté de 10,4% en glissement annuel à 223,3 milliards de dirhams à fin septembre 2017, soit l'équivalent de 5 mois et 20 jours d'importations de biens et services.

Les données à fin novembre indiquent un accroissement de 24,8 milliards en valeur des importations plus important que celui de 19,3 milliards des exportations.

### 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Durant le troisième trimestre 2017, les conditions monétaires ont été marquées par une dépréciation du taux de change effectif réel et une hausse des taux débiteurs. Le crédit au secteur non financier a poursuivi son amélioration, reflétant notamment l'accélération des prêts accordés aux entreprises. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les réserves internationales nettes ont accusé une baisse et les créances nettes sur l'administration centrale ont poursuivi leur renforcement entamé depuis le début de l'année. Au total, le rythme de progression de la masse monétaire est demeuré quasiment inchangé par rapport au niveau observé un trimestre auparavant soit 5,2% et l'écart monétaire est resté négatif.

Sur le marché immobilier, après une diminution de 1% au deuxième trimestre, l'indice des prix des actifs immobiliers a affiché une hausse trimestrielle de 0,6%, recouvrant une progression des prix des terrains, une stagnation de ceux des appartements et une diminution de ceux des locaux commerciaux. Les transactions ont, pour leur part, diminué de 1,4% reflétant particulièrement la baisse de ceux portant sur les appartements. Sur le marché boursier, le MASI a progressé de 1% au troisième trimestre après 5,6% un trimestre auparavant, portant sa performance depuis le début de l'année à 4,3%. En parallèle, le volume des transactions est revenu à 11,9 milliards au troisième trimestre, contre une moyenne de 14,5 milliards enregistré sur les deux premiers trimestres de l'année.

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

#### 3.1 Conditions monétaires

##### 3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

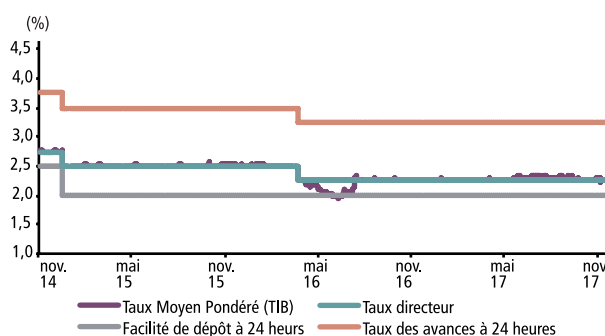
Au cours du troisième trimestre 2017, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 67,3 milliards de dirhams en moyenne, reflétant essentiellement la baisse des réserves de change et dans une moindre mesure la hausse de la circulation fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a relevé le montant de ses injections à 67,8 milliards, dont notamment 62,9 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 4,5 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Les dernières données disponibles relatives aux mois d'octobre et novembre indiquent une atténuation du déficit de liquidité à 51,8 milliards en moyenne.

Dans ce contexte, le taux interbancaire a légèrement augmenté à 2,30% au troisième trimestre avant de revenir à 2,27% en moyenne durant les mois d'octobre

et novembre. Sur le marché des bons du Trésor, les taux n'ont pas connu des variations significatives aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

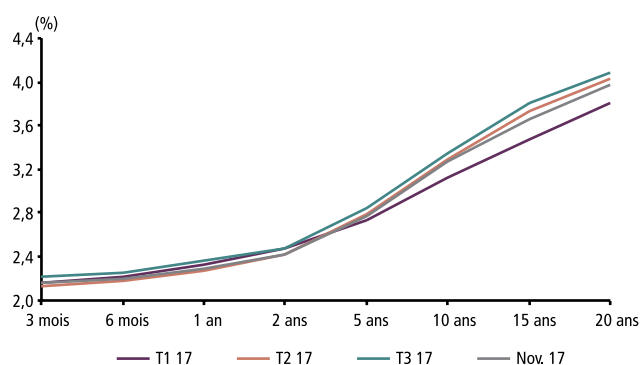
Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



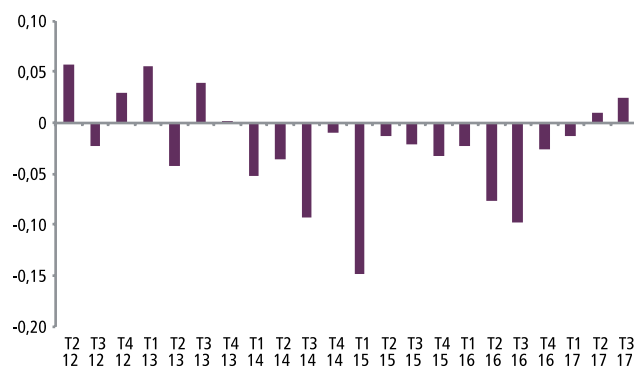
Source : BAM.

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

	2015			2016			2017		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	oct.
52 semaines	2,6	2,57	1,93	2,33	2,3	2,32	2,26	2,36	2,28
2 ans	2,8	2,63	2,05	2,48	2,44	2,52	2,41	2,49	2,42
5 ans	3,14	2,92	2,3	2,71	2,69	2,83	2,78	2,83	2,77
10 ans	3,61	3,48	2,87	3,22	3,08	3,27	3,27	3,32	3,27
15 ans	4,05	3,77	3,22	-	-	3,87	3,87	3,87	3,76

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

De même, sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt n'ont pas connu de variations significatives au troisième trimestre. Les taux créditeurs sont restés quasiment inchangés à 2,81% pour la rémunération des dépôts à un an et à 3,09% pour ceux des dépôts à 6 mois. Dans ces conditions, le coût de financement<sup>1</sup> des banques a connu une légère hausse comparativement au trimestre précédent.

**Graphique 3.3: Variation du coût de financement des banques**

Pour ce qui est des taux débiteurs, le taux moyen pondéré a augmenté de 34 points de base au troisième trimestre 2017 à 5,60%. Cette évolution traduit principalement une hausse de 39 points de base des taux assortissant les prêts aux entreprises avec, notamment, des augmentations de 46 points pour les facilités de trésorerie et de 22 points pour les prêts à l'équipement. A l'inverse, les taux appliqués sur les crédits aux particuliers ont accusé un repli de 7 points,

reflétant la baisse des taux aussi bien pour les prêts à l'habitat que pour les crédits à la consommation.

**Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs**

	2016		2017			Variation en points de pourcentage T3-17/T2-17
	T3	T4	T1	T2	T3	
<b>Taux global</b>	<b>5,08</b>	<b>5,17</b>	<b>5,48</b>	<b>5,26</b>	<b>5,60</b>	<b>34</b>
<b>Particuliers</b>	<b>5,78</b>	<b>5,71</b>	<b>5,88</b>	<b>5,76</b>	<b>5,69</b>	<b>-7</b>
Crédits immobiliers	4,94	4,83	4,88	4,75	4,68	-7
Crédits à la consommation	6,64	6,64	6,71	6,67	6,60	-7
<b>Entreprises</b>	<b>4,98</b>	<b>5,08</b>	<b>5,41</b>	<b>5,17</b>	<b>5,56</b>	<b>39</b>
Crédits de trésorerie	4,94	5,19	5,44	5,19	5,65	46
Crédits à l'équipement	4,87	4,40	4,76	4,87	5,09	22
Crédits immobiliers	5,73	5,69	5,86	5,78	5,82	4
<b>Entrepreneurs individuels</b>	<b>6,89</b>	<b>7,44</b>	<b>8,08</b>	<b>7,82</b>	<b>8,14</b>	<b>32</b>

Source : BAM.

**Tableau 3.3 : Taux créditeurs**

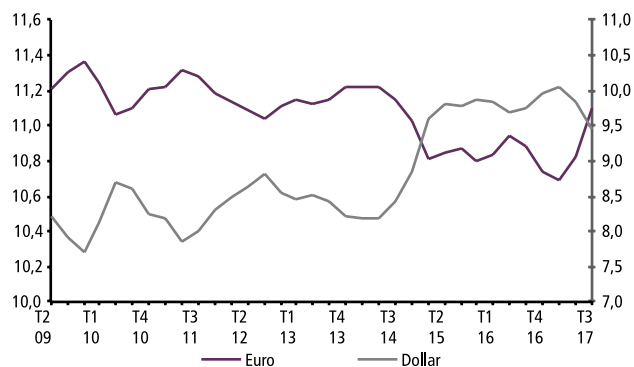
	2015				2016				2017		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
6 mois	3,64	3,6	3,56	3,46	3,31	3,18	2,94	2,9	2,86	2,8	2,81
12 mois	3,85	3,83	3,74	3,78	3,67	3,55	3,33	3,3	3,2	3,1	3,09

### 3.1.2 Taux de change

Au cours du troisième trimestre 2017, l'euro s'est apprécié de 7,06% vis-à-vis du dollar américain, se situant à 1,17 en moyenne. Ainsi, la monnaie nationale s'est dépréciée de 2,74% par rapport à l'euro et s'est appréciée de 4,13% contre le dollar américain. Comparativement aux devises de certains principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 2,50% face au réal brésilien et de 3,85% vis-à-vis de la roupie indienne alors qu'il s'est déprécié de 4,24% contre le yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est déprécié, d'un trimestre à l'autre, de 0,4% en termes nominaux et de 0,2% en termes réels.

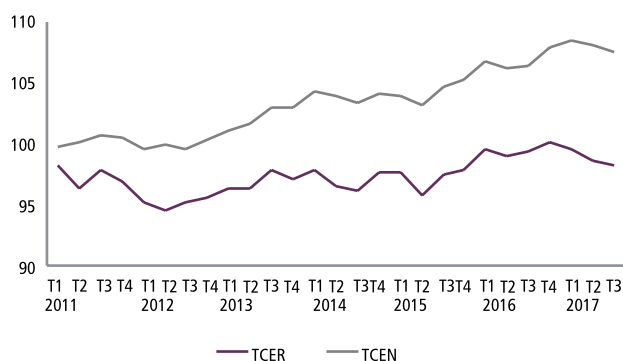
<sup>1</sup> Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

**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.

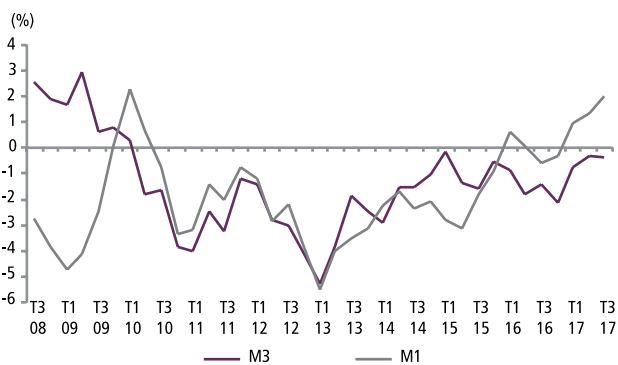
Sur le marché de change, le volume des ventes des banques à la clientèle s'est inscrit, au troisième trimestre, en baisse de 1,7% à 27 milliards de dirhams pour les opérations au comptant et s'est accru de 6,7% à 13,9 milliards de dirhams pour celles à terme. Quant aux achats, ils ont augmenté de 3,1% à 23,4 milliards pour les transactions au comptant et ont diminué de 35,3% pour celles à terme pour revenir à 3 milliards de dirhams. Pour ce qui est des opérations des banques avec Bank Al-Maghrib, les achats se sont établis en moyenne à 555 millions de dirhams après avoir atteint 14,9 milliards au deuxième trimestre. Dans ces conditions, la position nette de change des banques ressort à 4,7 milliards à fin septembre après s'être établi à 1,6 milliard à fin juin.

### 3.1.3 Situation monétaire

Au troisième trimestre 2017, le rythme de progression de la masse monétaire est resté quasiment inchangé par rapport au niveau observé au trimestre précédent à 5,2%. L'analyse de l'évolution des composantes de M3 fait ressortir une stagnation du taux de croissance des dépôts à vue des banques à 7,6%, recouvrant tant une accélération de 5,8% à 10,3% de ceux des entreprises privées qu'une décélération de 7% à 6,1% des dépôts à vue des ménages et de 32,9% à 21,8% de ceux du secteur public. Parallèlement, les dépôts à terme ont connu une accentuation de leur baisse de 7,3% à 7,8%, suite en particulier à la diminution de 6,6% au lieu de 5,7% de ceux des ménages et de 9,9% après 3,8% de ceux du secteur public. Pour ce qui est des autres composantes, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 7,9% contre 6,5%, tandis que les titres des OPCVM monétaires et les dépôts en devises ont accusé des replis de 4,1% et de 5% après des hausses respectives de 2,3% et de 1,2% au deuxième trimestre.

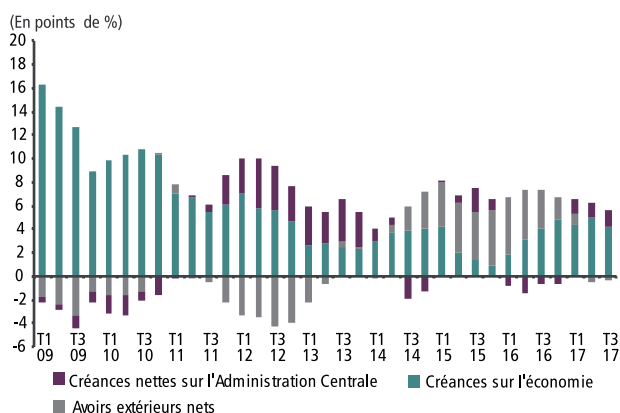
Par contreparties, l'évolution de M3 recouvre une accélération de 10,2% à 10,9% des créances nettes sur l'administration centrale, une accentuation de 6,3% à 12,4% de la baisse des réserves internationales nettes, ainsi qu'une décélération de 5,5% à 5,1% du crédit bancaire.

**Graphique 3.6 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)**

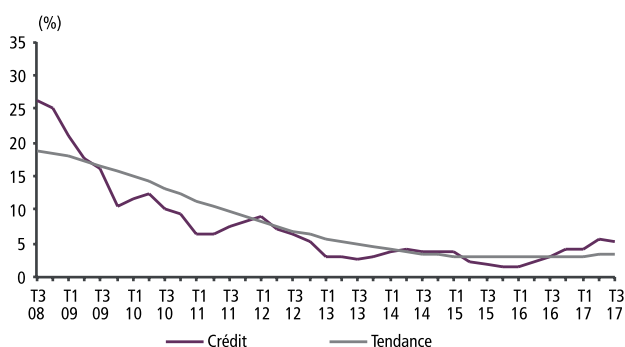


1 : L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et celui d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué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

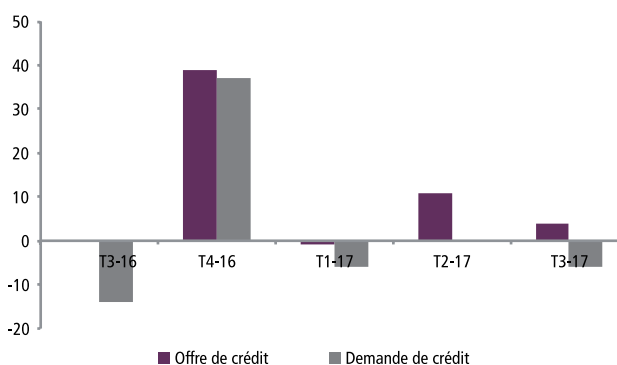
Source : BAM.

**Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit**

Source : BAM

En particulier, le crédit destiné au secteur non financier a vu son rythme s'accroître de 3,6% à 4,3%, reflétant notamment une amélioration des prêts accordés aux entreprises publiques.

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

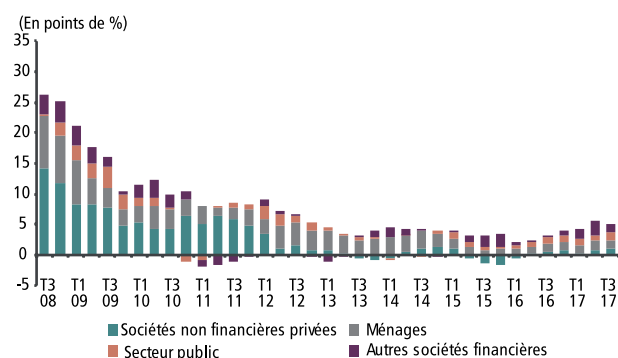
**Graphique 3.9 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion)**

Ainsi, l'encours des crédits aux entreprises publiques a enregistré une hausse importante de 22,5% au lieu de 9,8%, portée par une accélération de 32% du rythme d'accroissement des crédits à l'équipement après 9,8%, ceux de trésorerie ayant en revanche accusé une baisse de 3,9% contre une augmentation de 6,2% le trimestre précédent. Quant aux concours aux entreprises privées, leur taux de croissance s'est quasi-stabilisé à 2,3%, recouvrant une accélération de 3,6% à 5,9% des prêts à l'équipement et de 2,7% à 3,7% de ceux destinés à la promotion immobilière ainsi qu'une accentuation de la baisse de 0,4% à 2,4% des facilités de trésorerie. Pour leur part, les crédits accordés aux entrepreneurs individuels ont vu leur rythme de progression revenir de 6,3% à 2,4%, résultat d'un ralentissement de 30,9% à 14,9% des prêts à l'équipement et d'une baisse de 8,6% de ceux destinés à la promotion immobilière, rythme plus accentué que celui de 6,8% observé le trimestre dernier.

Par branche d'activité, l'évolution des crédits aux entreprises reflète une accélération de 5% à 8,3% des crédits destinés au « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et une augmentation de 0,8% de ceux destinés à la branche « hôtels et restaurants » contre un repli de 3,2%. A l'inverse, les concours accordés à la branche « bâtiment et travaux publics » ont ralenti de 3,8% à 0,4% et ceux aux « industries manufacturières » ont reculé de 0,7% après une hausse de 0,4% le trimestre précédent.

Pour ce qui est des prêts aux particuliers, leur rythme d'accroissement s'est légèrement accéléré de 4,2% à 4,6%. Les prêts à l'habitat se sont accrus de 4,9% après 4,7% et ceux à la consommation de 4,6% au lieu de 4,4%.

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



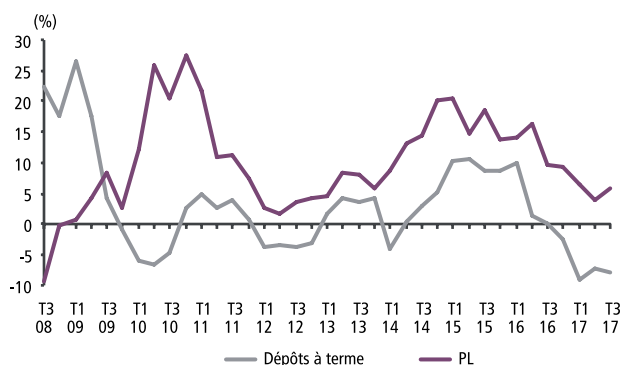
Quant aux créances en souffrance, elles ont augmenté de 3,2% contre 3,4% le trimestre précédent et leur ratio au crédit bancaire est demeuré quasi-stable à 7,6%. Celles des entreprises non financières privées ont reculé de 0,3% après une baisse de 1,8% un trimestre auparavant, alors que celles des ménages se sont accrues de 10,4% au lieu de 11,6%.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre 2017 indiquent une quasi-stagnation du rythme d'accroissement du crédit bancaire à 5,2%. Celui destiné au secteur non financier a progressé de 5,2% contre 4,3% au troisième trimestre, sous l'effet notamment de la dissipation de l'effet de la baisse observée à la même période un an auparavant.

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 3,5% après 5,4% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre une baisse de 9,7% des concours octroyés par les banques offshore après une hausse de 10%, et une progression de 5,6% au lieu de 5,1% de ceux distribués par les sociétés de financement.

S'agissant des agrégats de placements liquides, ils se sont accrus de 5,7% au deuxième trimestre au lieu de 4% au deuxième trimestre, sous l'effet de l'accélération de 1,1% à 6,1% du taux d'accroissement des titres des OPCVM obligataires et de 33,9% à 47,8% de celui des titres des OPCVM actions et diversifiés. En revanche, les bons du Trésor ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 3,1% à 1,2%.

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



## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

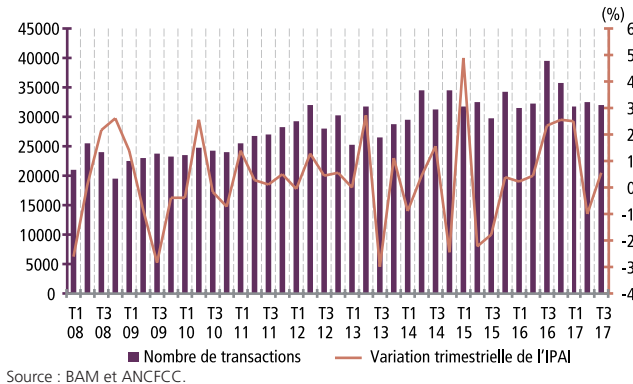
Au troisième trimestre 2017, l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) s'est accru de 0,6% après une diminution de 1% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre une hausse de 1,3% des prix des terrains et un repli de 0,4% de ceux des locaux commerciaux, les prix des appartements ayant stagné d'un trimestre à l'autre.

En parallèle, le nombre de transactions a diminué de 1,4% au niveau national après une hausse de 2,9%. Ce recul a concerné particulièrement les appartements avec un taux de 2,4% et les locaux professionnels avec 3,3%. Les transactions portant sur les terrains ont augmenté, pour leur part, de 3,5%.

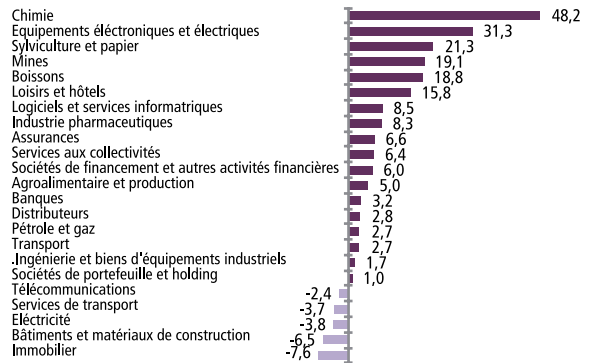
Dans les principales villes, les prix ont augmenté de 3,6% à Rabat, de 0,5% à Marrakech, de 0,2% à Tanger et de 0,1% à Casablanca. En revanche, ils ont diminué

de 1,2% à Meknès et de 0,4% à Fès. Concernant les transactions, à l'exception d'El Jadida où elles ont augmenté de 27,6%, elles ont connu un recul dans l'ensemble des autres principales villes avec notamment des taux de 32% à Rabat, 14,1% à Marrakech, 8,2% à Tanger, 4,6% à Meknès et 4,4% à Casablanca.

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



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



Source : Bourse de Casablanca

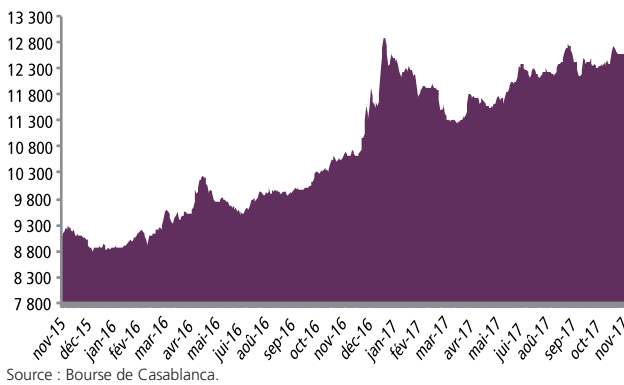
Cette performance est liée essentiellement aux progressions des indices des secteurs des « banques » de 3,2%, des « mines » de 19,1% et de l'« agroalimentaire » de 5%. Les indices des autres principaux secteurs ont accusé, en revanche, des baisses de 2,4% pour les « télécommunications », de 6,5% pour les « bâtiments et matériaux de construction » et de 7,6% pour l'« immobilier ».

### 3.2.2 Actifs financiers

#### 3.2.2.1 Actions

Au troisième trimestre de l'année, le MASI a enregistré une hausse trimestrielle de 1% après un accroissement de 5,6% un trimestre auparavant, portant sa performance depuis le début de l'année à 4,3%.

**Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI**



Quant au volume des transactions, il a reculé à 11,9 milliards de dirhams au troisième trimestre contre 14,5 milliards en moyenne sur les deux premiers trimestres et 18,2 milliards de dirhams en moyenne trimestrielle en 2016. Les transactions sont restées dominées par les opérations sur le marché central actions, avec un volume de 8,4 milliards contre 11 milliards en moyenne sur les deux premiers trimestres de l'année.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a enregistré une augmentation trimestrielle de 1,7% à 615,7 milliards de dirhams, contre 583,4 milliards à fin 2016.

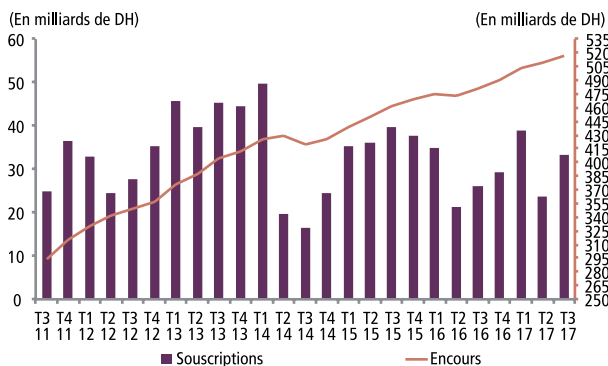
Les données les plus récentes indiquent une hausse mensuelle de 1,6% du MASI à fin novembre et une progression du volume de transactions à 4,5 milliards contre 3,2 milliards au mois d'octobre.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au troisième trimestre 2017, les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 33,2 milliards de dirhams, en progression trimestrielle de 38,8%. Elles ont porté à hauteur de 22% sur les maturités longues, 56% sur les maturités moyennes et 22% sur les maturités courtes. Ces émissions ont été effectuées à des taux en légère hausse.

Au cours du mois de novembre, les levées du Trésor se sont limitées à 2,9 milliards de dirhams contre 9,7 milliards en moyenne mensuelle durant les dix premiers mois de l'année. Elles ont porté à hauteur de 78% sur les maturités longues et ont été assorties de taux en légère baisse par rapport à octobre. Tenant compte d'un montant de remboursements de 6,8 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor a atteint 512,4 milliards à fin novembre, en hausse de 4,6% par rapport à fin décembre 2016.

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



Source : BAM.

### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont chiffrées à près de 15 milliards de dirhams après 24,9 milliards au deuxième trimestre, et ont été effectuées à hauteur de 98 % sur le marché des titres de créances négociables.

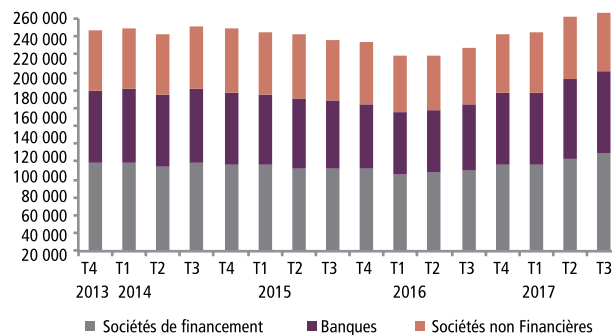
En ce qui concerne les levées des entreprises non financières, elles ont atteint 1,3 milliard de dirhams

après 5,4 milliards de dirhams en moyenne sur les deux premiers trimestres de l'année et ont été réalisées exclusivement sur le marché des billets de trésorerie.

Pour ce qui est des émissions des banques, elles ont porté principalement sur les certificats de dépôt à court terme pour un montant de près de 10,6 milliards de dirhams contre une moyenne de 8,2 milliards durant les deux premiers trimestres de l'année. Pour les sociétés de financement, leurs levées ont porté sur un montant de 1,3 milliard de dirhams.

En novembre 2017, les émissions des titres de dette privée ont atteint 2,7 milliards de dirhams, dont 2,4 milliards émis par les banques sous forme de certificats de dépôt. Tenant compte du montant de remboursements, l'encours de ces titres s'est situé à 173,6 milliards, en hausse de 8% 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<sup>2</sup>

Au troisième trimestre 2017, les souscriptions aux titres OPCVM sont revenues à 166,9 milliards de dirhams et les rachats à 156,5 milliards, soit un mouvement de collecte nette de 10,4 milliards. Tenant compte d'une appréciation trimestrielle de 1,3% de leur indice de performance, l'actif net des OPCVM a atteint 392,2 milliards de dirhams au troisième trimestre, en

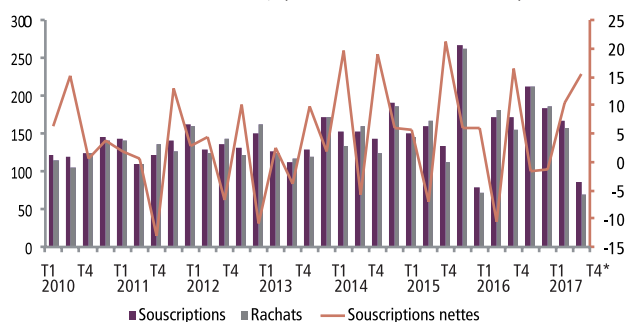
<sup>2</sup> Données arrêtées au 17 novembre 2017.



progression de 5% par rapport au deuxième trimestre. Cette hausse concerne l'ensemble des catégories de fonds. L'actif net des OPCVM actions a affiché une progression 13% contre 8,3% pour les OPCVM diversifiés, 8,9% pour les OPCVM obligations à court terme, 3,5% pour ceux à moyen et long termes et 3,6% pour les OPCVM monétaires.

Les dernières données disponibles, arrêtées au 17 novembre 2017, indiquent un mouvement de collecte nette de 15,5 milliards de dirhams et une performance de 1,1% par rapport à fin septembre, portant ainsi l'actif net des fonds OPCVM à 410,4 milliards de dirhams, en augmentation de 4,6% par rapport au troisième trimestre.

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



Source : Autorité Marocaine du Marché des Capitaux.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

A l'exception des rentrées de l'IS et de la TIC qui affichent des taux de réalisation supérieurs au rythme normal, les recettes fiscales au titre des dix premiers mois de 2017 ressortent en retrait par rapport à la loi de finances. Les recettes non fiscales demeurent à un niveau de réalisation très faible, suite principalement aux encaissements limités des recettes de monopoles et des dons du CCG. Du côté des dépenses, les rythmes d'exécution des investissements, des intérêts de la dette et des subventions ressortent élevés, alors que les dépenses de biens et services sont en retard par rapport aux niveaux programmés.

D'une année à l'autre, les finances publiques affichent une évolution favorable, avec un déficit en allègement de 5,1 milliards à 30,4 milliards. Cette évolution est le résultat d'une progression des recettes, plus importante que celle des dépenses, ainsi que d'une amélioration de 2,3 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 6,3 milliards. Les recettes ordinaires, hors privatisation, se sont améliorées de 4,1%, recouvrant une progression des rentrées fiscales et une réduction de celles non fiscales. Ainsi, les impôts directs ont connu une augmentation de 8%, attribuable principalement à l'amélioration des recettes de l'IS et les impôts indirects ont, quant à eux, progressé, mais à un rythme moindre. En regard, les dépenses globales se sont alourdies de 2,2%, en liaison notamment avec la progression de 31,1% de la charge de compensation et 6,7% des transferts aux collectivités territoriales, la masse salariale ayant en revanche connu une légère diminution.

Sur les dix premiers mois de 2017, le Trésor a réduit le stock de ses dépenses en instance d'un montant de 6 milliards, ce qui a ainsi porté le déficit de caisse à 36,3 milliards, en creusement de 1,5 milliard par rapport à la même période en 2016. Ce besoin ainsi que le flux net extérieur négatif de 1,2 milliard, ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 37,6 milliards. Par conséquent, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 3,6% par rapport à son niveau à fin décembre 2016. Quant aux coûts de financement sur le marché des bons du Trésor, les taux moyens pondérés se sont en moyenne légèrement accrus.

### 4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire des dix premiers mois de 2017 fait ressortir une amélioration de 4,1% des recettes ordinaires, hors privatisation, à 202,3 milliards de dirhams, recouvrant un accroissement de 5,8% des recettes fiscales à 184,1 milliards et une baisse de 12,3% de celles non fiscales à 15,8 milliards. L'évolution favorable du produit fiscal reflète le renforcement des rentrées de l'IS et de la TVA et dans une moindre mesure l'accroissement de celles de la TIC et de l'IR.

Ainsi, les recettes des impôts directs ont augmenté de 8% à 74,1 milliards, reflétant principalement l'accroissement de 13,7% du produit de l'IS à 39,6 milliards. De même, l'IR a drainé des recettes de 32,7 milliards, en progression de 2,3%, avec toutefois une diminution de 6,3% de celles de l'IR sur les profits

immobiliers à 3,3 milliards et de 7,3% de celles de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel à 6,9 milliards.

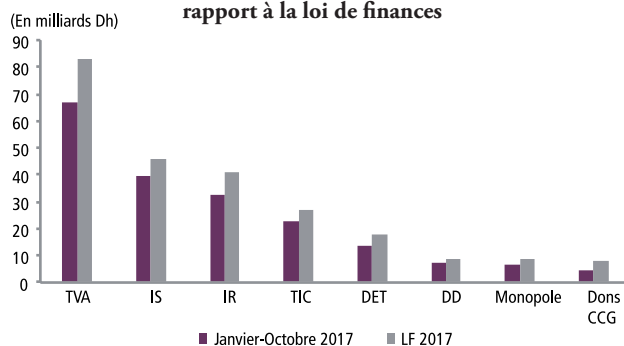
De leur côté, les impôts indirects ont enregistré une augmentation de 5,9% à 89,3 milliards, en liaison principalement avec la hausse de 6,7% des rentrées de la TVA à 66,8 milliards. Le produit de celle à l'intérieur a crû de 7% à 24,2 milliards, tenant compte du remboursement d'un montant de 5,7 milliards contre 6,7 milliards à fin octobre 2016. De même, les recettes de la TVA à l'importation se sont améliorées de 6,6% à 42,5 milliards, reflétant une hausse de 19,5% de la TVA sur les produits énergétiques et de 4,4% de celle relative aux autres produits.

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

	Janv. oct. 2016	Janv. oct. 2017	Var en %	LF 2017	Réalisation par rapport à LF (%)
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>194,4</b>	<b>202,3</b>	<b>4,1</b>	<b>251,4</b>	<b>80,5</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>174,1</b>	<b>184,1</b>	<b>5,8</b>	<b>225,8</b>	<b>81,5</b>
- Impôts directs	68,6	74,1	8,0	89,4	82,9
Dont I.S	34,8	39,6	13,7	45,6	86,9
I.R	32,0	32,7	2,3	40,9	80,0
- Impôts indirects	84,3	89,3	5,9	109,4	81,6
TVA*	62,6	66,8	6,7	82,8	80,6
TIC	21,8	22,6	3,6	26,6	84,8
- Droits de douane	7,6	7,2	-6,4	8,9	80,1
- Enregistrement & timbre	13,5	13,6	0,5	18,1	75,1
<b>Recettes non fiscales*</b>	<b>18,0</b>	<b>15,8</b>	<b>-12,3</b>	<b>22,3</b>	<b>70,9</b>
- Monopoles	7,2	6,8	-6,1	9,1	74,9
- Autres recettes	10,8	9,0	-16,4	13,2	68,1
dont Dons CCG	3,3	4,6	40,3	8,0	57,4
<b>Recettes des CST</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>73,0</b>

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

Pour sa part, la TIC a procuré un total de 22,6 milliards, en augmentation de 3,6%. Celle sur les produits énergétiques a augmenté de 2,2% à 13 milliards et celle sur les tabacs a connu une hausse de 4,9% à 8,2 milliards. En revanche, les recettes des droits douane ont diminué de 6,4% à 7,2 milliards, alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont améliorées de 0,5% à 13,6 milliards.

**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

Les recettes non fiscales se sont établies à 15,8 milliards, en baisse de 12,3%. Cette évolution recouvre l'augmentation de 40,3% des dons du CCG à 4,6 milliards, contre une prévision de 8 milliards dans la loi de finances, et le recul de 6,1% des recettes de monopoles à 6,8 milliards. Ces dernières proviennent principalement de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière à hauteur de 1,5 milliard, de Maroc Télécom pour 1,4 milliard, de l'OCP pour 1,3 milliard et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 488 millions.

## 4.2 Dépenses

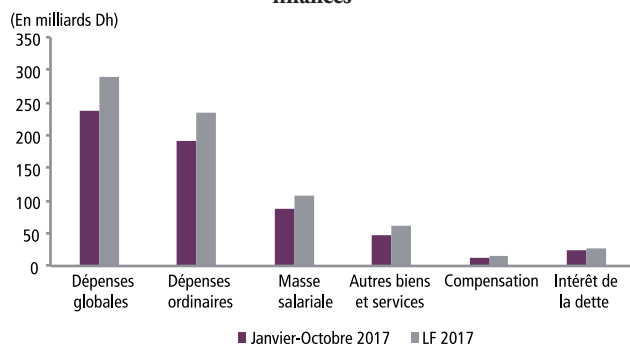
Les dépenses globales se sont chiffrées à fin octobre 2017 à 238,9 milliards, en accroissement de 2,2% par rapport à fin octobre 2016. Cette évolution reflète la hausse de 2,5% des dépenses ordinaires à 191,1 milliards et de 1% des dépenses d'investissement à 47,8 milliards. Les dépenses de biens et services se sont accrues de 0,1% à 133,2 milliards, recouvrant une régression de 0,5% des dépenses du personnel à 87,3 milliards et une hausse de 1,4% à 46 milliards de la rubrique des autres biens et services. Cette dernière incorpore des transferts au profit de la Caisse Marocaine des Retraites de 10,5 milliards, en stabilité par rapport à 2016, une hausse de 3,2% à 15,9 milliards des transferts aux divers établissements publics et une baisse de 31,7% à 2,8 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor.

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

	Janv. oct. 2016	Janv. oct. 2017	Variation En %	LF 2017	Réalisation par rapport à LF (%)
<b>Dépenses globales</b>	<b>233,8</b>	<b>238,9</b>	<b>2,2</b>	<b>290,4</b>	<b>82,3</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>186,5</b>	<b>191,1</b>	<b>2,5</b>	<b>234,8</b>	<b>81,4</b>
Biens et services	133,1	133,2	0,1	167,8	79,4
Personnel	87,7	87,3	-0,5	106,7	81,8
Autres biens et services	45,3	46,0	1,4	61,1	75,2
Intérêt de la dette	24,9	25,0	0,6	27,5	91,1
Compensation	9,8	12,8	31,1	14,7	87,6
Transferts aux CT	18,8	20,0	6,7	24,9	80,6
<b>Investissement</b>	<b>47,3</b>	<b>47,8</b>	<b>1,0</b>	<b>55,6</b>	<b>86,0</b>

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

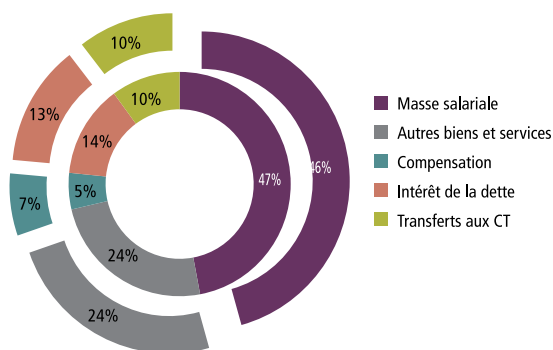
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances**



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

En outre, les charges en intérêts de la dette, exécutées à hauteur de 91,1%, ont connu une hausse de 0,6% à 25 milliards, consécutivement à l'augmentation de 0,8% des intérêts de la dette intérieure à 21,9 milliards, ceux relatifs à la dette extérieure s'étant, en revanche, allégés de 0,4% à 3,1 milliards.

**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**



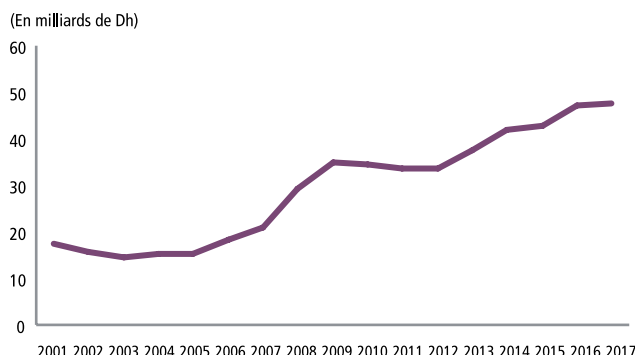
Anneau intérieur : Janvier-Octobre 2016  
Anneau extérieur : Janvier-Octobre 2017

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

En ce qui concerne la charge de compensation, elle s'est alourdie de 31,1% à 12,8 milliards. Selon les données de la Caisse de Compensation, cette hausse s'explique en grande partie par un rebond de la subvention du gaz butane de 49,9% à 8,1 milliards. Outre la hausse de 2,8% des quantités consommées de gaz, cette évolution est imputable à l'augmentation du prix du gaz sur les marchés internationaux, qui est passé de 303,9 dollars la tonne en moyenne les dix premiers mois de 2016 à 416,8 dollars la tonne en moyenne

pour la même période de 2017, soit une progression de 37,2%.

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

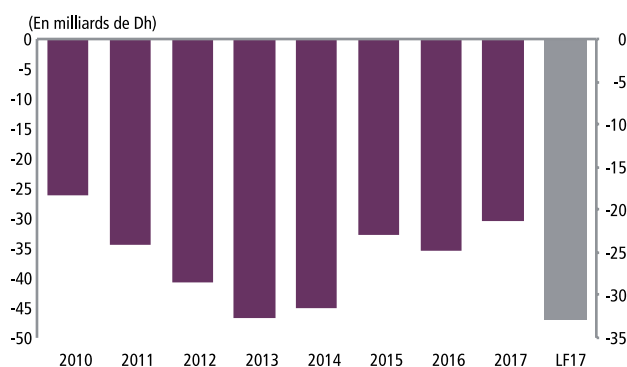


Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

En accroissement de 1%, les dépenses d'investissement se sont élevées à 47,8 milliards, soit un taux d'exécution de 86% par rapport à la loi de finances. Cette évolution recouvre la hausse de 7,9% à 30,1 milliards des dépenses des Ministères et la baisse de 5% à 17,1 milliards des charges communes. En termes de dynamique mensuelle, le flux du mois d'octobre 2017 ressort en augmentation de 58,8% par rapport au flux d'octobre 2016.

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu de l'évolution des recettes, des dépenses et du solde des comptes spéciaux du Trésor qui a affiché une progression de 57,6% à 6,3 milliards, le déficit budgétaire ressort en atténuation de 5,1 milliards à 30,4 milliards à fin octobre 2017. Le Trésor a réduit son stock de dépenses en instance d'un montant de 6 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 36,3 milliards, en creusement de 4,4% par rapport à fin octobre 2016.

**Graphique 4.5 : Solde budgétaire, cumul de janvier à octobre**


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

Le flux de financement net extérieur a été négatif de 1,2 milliard, contre une entrée nette de 2,4 milliards en 2016. Celui-ci, ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 37,6 milliards, en hausse de 5,8 milliards par rapport à la même période de 2016. Outre le recours à l'endettement intérieur à hauteur de 24,9 milliards, contre 16,2 milliards à fin octobre 2016, le Trésor a bénéficié de ressources propres de 12,7 milliards au lieu de 15,6 milliards un an auparavant.

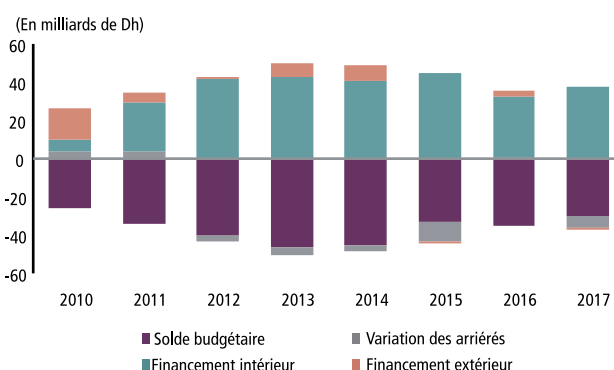
**Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)**

	Janv. oct. 2016	Janv. oct. 2017	LF 2017	Ecart absolu LF/Janv.-oct. 2017
<b>Solde ordinaire</b>	<b>7,9</b>	<b>11,2</b>	<b>16,6</b>	<b>5,4</b>
Solde des CST	4,0	6,3	6,0	-0,3
Solde primaire	-10,6	-5,3	-5,5	-0,2
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-35,4</b>	<b>-30,4</b>	<b>-33,0</b>	<b>-2,6</b>
Variation des arriérés	0,6	-6,0	0,0	
<b>Besoin de financement</b>	<b>-34,8</b>	<b>-36,3</b>	<b>-33,0</b>	<b>3,4</b>
Financement intérieur	31,8	37,6	20,5	-17,1
Financement extérieur	2,4	-1,2	12,5	13,7
Privatisation	0,6	0,0	0,0	0,0

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

Le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 26,3 milliards contre 12,2 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont concerné les bons à 5 ans et à 52 semaines à hauteur de 10,6

milliards pour chaque maturité, les bons à 10 ans pour 6,9 milliards et les bons à 15 ans pour 3,1 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont concerné les bons à 26 semaines pour 5,9 milliards et les bons à 2 ans pour 1,5 milliard.

**Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement cumul de janvier à octobre\***


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

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

Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent globalement favorables, le taux moyen pondéré (TMP) des émissions de janvier à octobre 2017 n'ayant augmenté que de 7 points de base (pdb) à 3,06%. La hausse la plus importante a concerné les taux assortissant les émissions sur les bons à 15 avec 30 pdb, suivi des bons à 5 ans et à 10 ans avec respectivement 13 et 12 pdb. En revanche les taux des émissions à 30 ans ont reculé de 16 pdb.

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

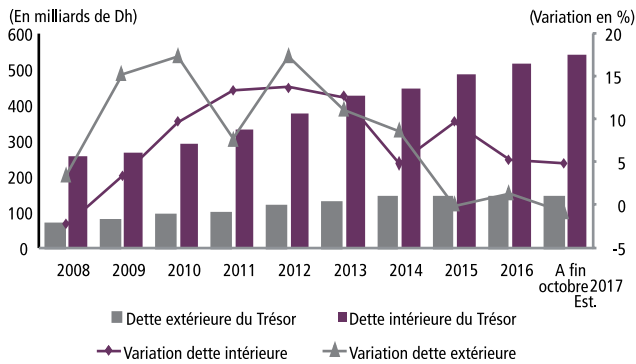
	2012	2013	2014	2015	2016	A fin oct. 2017 Est*
<b>Dette extérieure du Trésor</b>	<b>116,9</b>	<b>129,8</b>	<b>141,1</b>	<b>140,8</b>	<b>142,8</b>	<b>141,6</b>
Var en %	17,4	11,1	8,7	-0,2	1,4	-0,9
<b>Dette intérieure du Trésor</b>	<b>376,8</b>	<b>424,5</b>	<b>445,5</b>	<b>488,4</b>	<b>514,6</b>	<b>539,5</b>
Var en %	13,7	12,6	5,0	9,6	5,4	4,8
<b>Encours de la dette directe</b>	<b>493,7</b>	<b>554,3</b>	<b>586,6</b>	<b>629,2</b>	<b>657,4</b>	<b>681,0</b>
Var en %	14,6	12,3	5,8	7,3	4,5	3,6

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

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

Au niveau de la dette publique directe, son encours aurait augmenté de 3,6% à deux mois de la clôture de l'exercice de 2017 par rapport à son niveau à fin décembre 2016. Cette évolution recouvre une hausse de 4,8% de sa composante intérieure et une régression de 0,9% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



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

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les dernières données des comptes nationaux indiquent une accélération de la croissance nationale à 4,2% au deuxième trimestre au lieu de 1% à la même période de l'année précédente, avec une contribution positive de 3,3 points de pourcentage de la demande intérieure et de 0,9 point des exportations nettes. Au regard des dernières données infra-annuelles disponibles, la croissance se serait également accélérée à 4,1% au second semestre après 1,2% un an auparavant, avec un rebond de 13,5%, après une baisse de 13,7%, de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 3% contre 3,1% du PIB non agricole.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé, entre les troisièmes trimestres de 2016 et de 2017, 89 mille emplois dont 47 mille dans l'agriculture. Tenant en compte d'une entrée nette de 131 mille demandeurs d'emplois, le taux de chômage a affiché une légère hausse, passant de 10,4% à 10,6% au niveau national et de 14,5% à 14,9% en milieu urbain. Concernant les coûts du travail, les données du troisième trimestre montrent une augmentation en glissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 3,2% en termes nominaux, contre 1,6% un an auparavant, et de 3% après une baisse de 0,3% en termes réels.

Dans ces conditions, le PIB devrait évoluer proche de son potentiel au cours du deuxième semestre 2017.

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

Au deuxième trimestre 2017, la consommation finale des ménages a marqué une hausse de 4,9% au lieu de 2,9% à la même période de l'année précédente, portant ainsi sa contribution à la croissance à 2,8 points de pourcentage au lieu de 1,6 point.

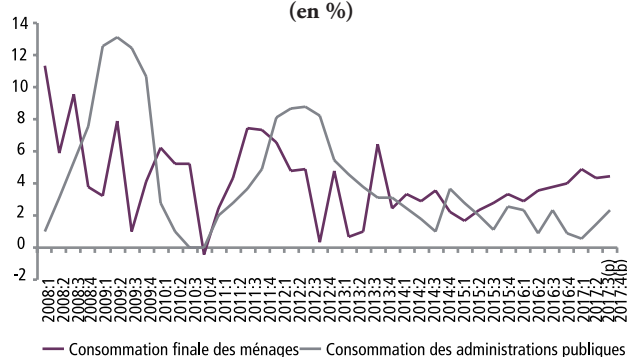
Sur la base des indicateurs disponibles, cette accélération devrait se poursuivre au second semestre avec un accroissement de 4,4% au lieu de 3,6% un an auparavant. Elle serait soutenue par l'amélioration des revenus agricoles et des conditions sur le marché du travail qui a connu au troisième trimestre une création nette de 89 mille postes d'emploi au lieu d'une perte de 73 mille postes l'année précédente.

Ces évolutions sont en ligne avec les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages menée par le HCP qui font ressortir une amélioration de l'indice de confiance des ménages de 85,5 points contre 73,8 points le même trimestre de l'année précédente.

Cependant, le rythme d'accroissement des crédits à la consommation est resté modéré, se situant à fin septembre à 4,5% au lieu de 5,4% une année auparavant.

Concernant la consommation finale des administrations publiques, elle a connu un ralentissement de 2,4% à 0,6%. Sa contribution à la croissance est passée ainsi de 0,5 point de pourcentage à 0,1 point. Au second semestre, son évolution devrait afficher une progression de 1,9%. Les dépenses de fonctionnement auraient enregistré une hausse de 4,7% liée aussi bien à celle des dépenses de personnel que celle au titre des autres biens et services. La contribution à la croissance de la consommation des administrations publiques devrait rester positive.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

### 5.1.2 Investissement

L'investissement a connu un essoufflement avec une décélération de son rythme de 8,5% à 0,9% au deuxième trimestre 2017. Sa contribution à la croissance a ainsi ralenti de 2,7 points de pourcentage à 0,3 point.

Les dernières données disponibles montrent une forte décélération des importations de biens d'équipement et une faible performance du secteur de la construction. Parallèlement, les transactions des actifs immobiliers ont baissé de 18,7%. Quant aux prix, ils se sont accrus de 4,7% recouvrant des augmentations de 5,9% pour le foncier, de 5,1% pour les biens à usages commerciaux et de 4% pour les biens résidentiels.

En revanche, la situation monétaire à fin septembre fait ressortir un accroissement de 12,3% du crédit à l'équipement et de 1,1% aux crédits accordés aux promoteurs immobiliers. D'un autre côté, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib, relatifs au troisième trimestre, indiquent que le climat des affaires a été considéré normal par les deux tiers des industriels, et que les dépenses d'investissement sont en stagnation selon la moitié des industriels.

Tenant compte de ces évolutions, la décélération de l'investissement devrait persister au cours du second semestre avec un repli prévu de 1%.

## 5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre 2017, les exportations nettes de biens et services ont participé à la croissance à hauteur de 0,9 point de pourcentage au lieu d'une contribution négative de 3,8 points une année auparavant. Les exportations de biens et services ont enregistré une augmentation de 6% contre 4,5% alors que le rythme des importations a connu un ralentissement de 12,6% à 2,7%.

Au second semestre, les exportations devraient s'accélérer à la faveur des bonnes performances des ventes de phosphates et dérivés, des produits agricoles et agroalimentaires ainsi que du raffermissement de l'activité économique chez les principaux partenaires. Concernant les importations, elles ralentiraient en liaison avec le recul des importations hors énergie et des produits alimentaires ainsi qu'avec la forte décélération des achats de biens d'équipement.

Dans ce contexte, après une croissance de 4,2% au deuxième trimestre 2017, la croissance du PIB se serait située autour de 4,1% au second semestre de l'année en cours.

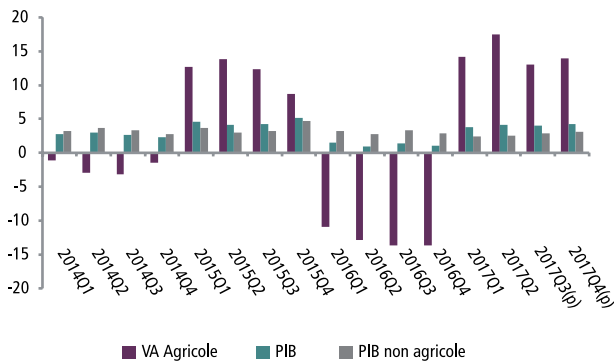
## 5.3 Offre

Au second semestre, la croissance se serait établie autour de 4,1% contre 1,2% à la même période de l'année précédente, avec une progression de 13,5% après un recul de 13,7% de la valeur ajoutée agricole, sous l'effet d'une bonne récolte céréalière de 95,6 millions de quintaux.

De même, le rythme des activités non agricoles se serait accéléré, passant de 2,4% à 2,9%, tandis que la croissance du PIB non agricole serait ressortie à 3% contre 3,1%.



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

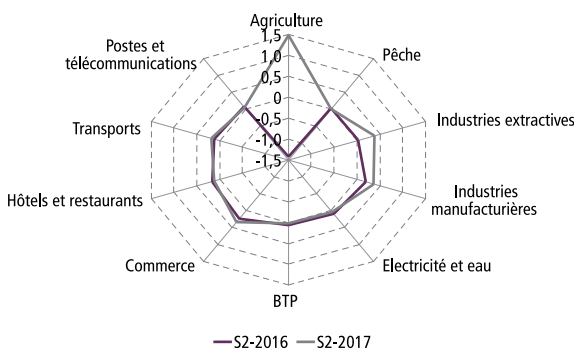


Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, l'activité aurait poursuivi son expansion dans le secteur minier, avec une croissance de 17,9% au deuxième semestre de l'année contre 1% un an auparavant, traduisant une amélioration soutenue de la demande extérieure des phosphates et dérivés. Elle aurait également enregistré une hausse de 2,1% après 1,2% dans les industries manufacturières. Pour sa part, la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau » aurait ralenti de 4,8% à 2%, en liaison avec la décélération de la production d'électricité.

En revanche, l'activité du BTP aurait continué d'évoluer à un faible niveau, avec une croissance de 0,3% contre 1,2%, malgré une relative amélioration des ventes de ciments et de l'encours des crédits alloués au secteur durant le troisième trimestre.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant des activités tertiaires, leur croissance se serait accélérée à 4,3% pour la branche commerce et à 4,6% pour les services de transport et aurait en revanche ralenti à 5,5% pour la branche "hôtels et restaurants" et à 2,4% pour les postes et télécommunications.

Pour l'ensemble de l'année 2017, la croissance du PIB ressortirait en nette accélération à 4,1%, après 1,2% en 2016, portée essentiellement par un accroissement de 14,7% de la valeur ajoutée agricole et une légère accélération de 2,2% à 2,7% des activités non agricoles. Tenant compte d'un net ralentissement des impôts nets des subventions, le PIB non agricole devrait décélérer de 3,1% à 2,7%.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production<sup>1</sup>

### 5.4.1 Activité et emploi

Au troisième trimestre 2017, le nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus a augmenté de 1,1% à 11,64 millions de personnes. Cette évolution a concerné aussi bien le milieu urbain que rural avec des hausses respectives de 1% et de 1,3%. Tenant compte d'un accroissement de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux d'activité ressort en baisse de 0,3 point à 45,5% au niveau national. Il a reculé de 0,7 point à 41,5% dans les villes et a augmenté de 0,4 point à 52,4% en zones rurales.

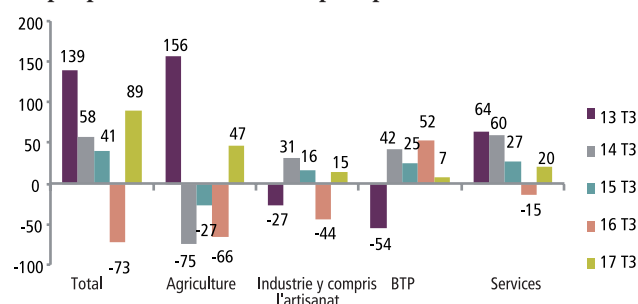
En parallèle, et après une perte de 73 mille postes un an auparavant, l'économie nationale a créé 89 mille emplois, dont 60 mille en zones rurales. La population active occupée s'est ainsi accrue de 0,9%, tandis que le taux d'emploi a reculé de 0,3 point à 40,7%, avec une régression de 0,8 point à 35,3% en milieu urbain et une progression de 0,4 point à 50% en zones rurales.

Au niveau sectoriel, l'amélioration de l'emploi reflète principalement une création de 47 mille postes dans le secteur agricole à la faveur notamment d'une bonne

<sup>1</sup> Il est à noter que les chiffres pour le deuxième trimestre 2016 ont été réajustés par le HCP tenant compte des nouvelles projections de la population élaborées sur la base des données du recensement de la population de 2014.

récolte céréalière. Dans les activités non agricoles, 42 mille postes ont été créés, dont 20 mille dans les services, 15 mille dans l'Industrie y compris l'Artisanat et 7 mille dans le BTP.

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



Source : HCP.

## 5.4.2 Chômage et sous-emploi

Dans ces conditions, la population active au chômage s'est accrue de 3,5% à 1,24 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage est passé de 10,4% à 10,6% au niveau national, avec une augmentation de 14,5% à 14,9% en milieu urbain et une stagnation à 4,6% en zones rurales. Pour les jeunes âgés de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage s'est élevé à 29,3% au niveau national et à 45,2% dans les villes.

L'aggravation du taux de chômage s'est accompagnée d'une nouvelle hausse du sous-emploi<sup>2</sup>, le taux ayant augmenté de 9,7% à 9,9% au niveau national, de 8,2% à 8,3% en milieu urbain et de 11,5% à 11,8% en zones rurales.

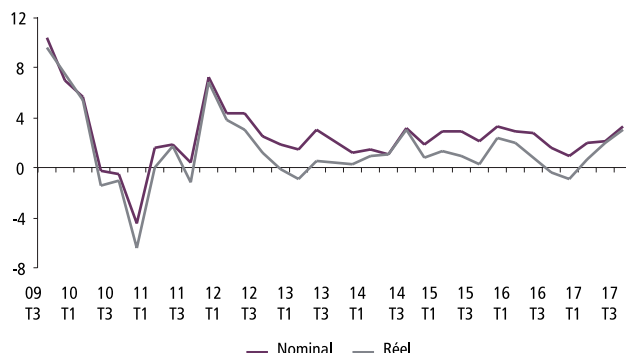
## 3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles a légèrement ralenti, enregistrant une hausse de 2,4% à 2,1%. Celle-ci reflète une croissance de 2,8% contre 2,3% de la valeur ajoutée non agricole et de 0,7% après un repli de 0,1% de l'emploi non agricole.

<sup>2</sup> 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 d'inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou insuffisance du revenu procuré.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS, a augmenté au troisième trimestre de 3,2% en termes nominaux et de 3% en termes réels.

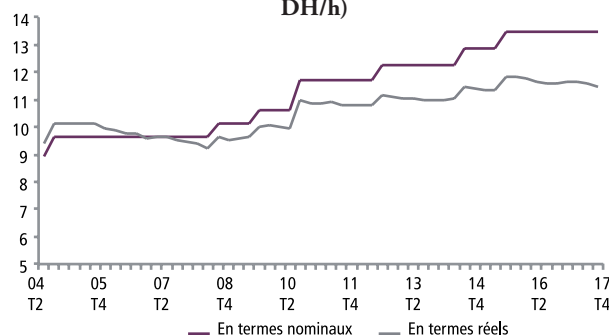
**Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources : CNSS et calculs BAM

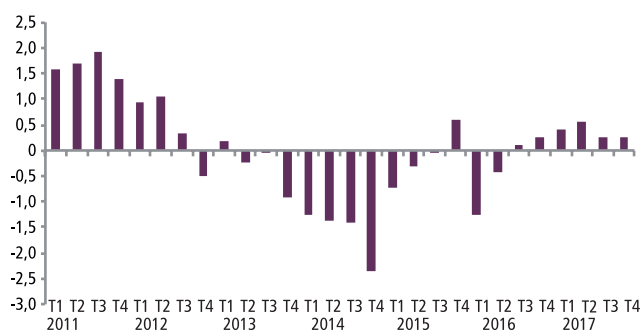
Quant au SMIG, il est resté stable, au troisième trimestre, à 13,46 dh/h en termes nominaux. Tenant compte d'un accroissement de 0,2% de l'indice des prix à la consommation, il ressort en diminution en glissement annuel de 0,2% en termes réels et devrait baisser de 1,2% au quatrième trimestre.

**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.

Au total, le PIB devrait rester proche de son potentiel au cours du deuxième semestre 2017 selon les prévisions de Bank Al-Maghrib.

**Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)**

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

**Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail**

	T3 2016	T3 2017
<b>Taux d'activité (en %)</b>	<b>45,8</b>	<b>45,5</b>
Urbain	42,2	41,5
Rural	52,0	52,4
<b>Taux de chômage (en %)</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	28,9	29,3
Urbain	14,5	14,9
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	44,5	45,2
Rural	4,6	4,6
<b>Créations d'emplois (en milliers)</b>	<b>-73</b>	<b>89</b>
Urbain	-3	29
Rural	-70	60
Secteurs		
- Agriculture	-66	47
- Industrie y compris l'artisanat	-44	15
- BTP	52	7
- Services	-15	20
<b>Productivité apparente non agricole (variation en %)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>
<b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>		
Nominal	1,6	3,2
Réel	-0,3	3,0

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Après s'être établie à un niveau faible de 0,2% au troisième trimestre, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation (IPC), a augmenté à 0,6% en octobre, marquant la fin de la tendance baissière observée à partir du dernier trimestre de 2016. Cette accélération est attribuable à la diminution de l'effet exercé par le repli des prix des produits alimentaires à prix volatils et, dans une moindre mesure, à la hausse des prix des carburants et lubrifiants, en lien avec celle des cours internationaux des produits pétroliers. Les tarifs des produits réglementés ont, de leur côté, évolué au même rythme que celui enregistré au troisième trimestre, soit 1%, reflétant la poursuite de l'effet des hausses antérieures des tarifs de « l'électricité » et des « tabacs ». Quant à l'inflation sous-jacente, elle a légèrement augmenté, passant de 1,2% à 1,3%.

Au quatrième trimestre, l'inflation devrait augmenter sensiblement à 1,2%. Elle traduirait la hausse, après trois trimestres de repli, des prix des produits alimentaires à prix volatils et l'augmentation des prix des carburants et lubrifiants. Le rythme d'accroissement des tarifs des produits réglementés, ainsi que l'inflation sous-jacente devraient rester inchangés par rapport au trimestre précédent.

### 6.1. Evolution de l'inflation

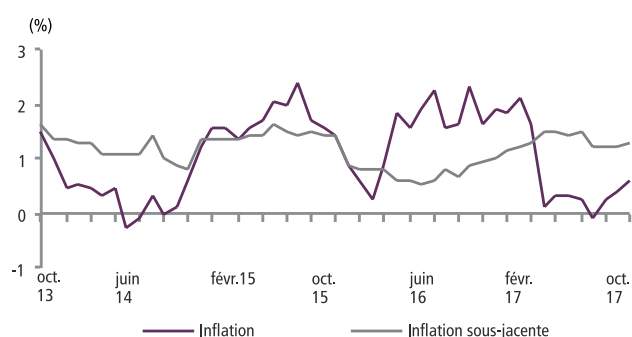
La tendance baissière de l'inflation, observée depuis le dernier trimestre de 2016, commence à s'inverser. Après s'être établie à un niveau faible de 0,2% au troisième trimestre 2017, l'inflation a atteint 0,6% en octobre. L'atténuation du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils et dans une moindre mesure, l'accélération de l'inflation sous-jacente et du rythme d'accroissement des prix des carburants et lubrifiants sont à l'origine de cette évolution. Les tarifs des produits réglementés ayant, pour leur part, augmenté au même rythme en octobre qu'au trimestre passé.

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont, en effet, reculé de 3,8% en octobre après 6,3% au troisième trimestre, en liaison principalement avec l'atténuation de la baisse des prix des « volatils et lapins » et le renchérissement des « légumes frais ». Parallèlement, les prix des carburants et lubrifiants ont progressé de 5,5% au lieu de 4,2%, reflétant la hausse des cours internationaux des produits pétroliers.

De leur côté, les tarifs des produits réglementés continuent de progresser au même rythme de 1%, sous l'effet des hausses antérieures des tarifs de « l'électricité » et des « tabacs ».

Pour sa part, l'inflation sous-jacente est passée de 1,2% au troisième trimestre à 1,3% en octobre, reflétant l'atténuation de la baisse de 0,7% au lieu de celle de 1,4% des prix de la rubrique de l'achat de « voitures automobiles », ainsi que l'accélération de 1,7% à 1,8% du rythme d'accroissement des prix des « loyers effectivement payés par les locataires ».

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

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

<sup>1</sup> Hors produits réglementés.

<sup>2</sup> Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

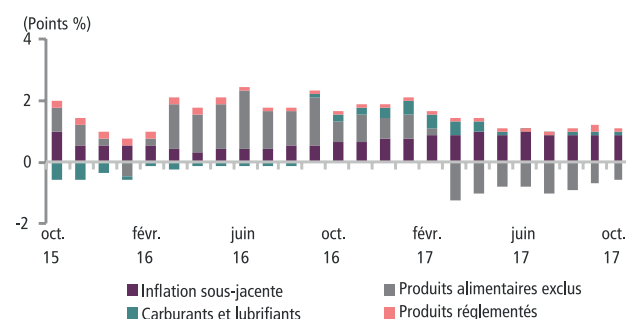
Sources : HCP et calculs BAM.

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

L'atténuation progressive de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils au cours du troisième trimestre, s'est poursuivie en octobre, mais à un rythme plus prononcé. Le repli de ces prix est ainsi passé de 7,5% en juillet à 6,2% en août et à 5,1% en septembre avant de revenir à 3,8% en octobre. Cette évolution est attribuable d'une part, à la résorption de l'effet de base lié au niveau relativement élevé, une année auparavant, des prix de certains de ces produits, principalement les « volatils et les lapins » et les « œufs » qui ont reculé de 1,1% et 10,9% au lieu de 9,1% et 14,5% respectivement. Elle est également attribuable au renchérissement d'autres produits en

l'occurrence les « légumes frais » et les « poissons frais ». Ces derniers ont, en effet, vu leur prix augmenter en octobre de 4,6% et 1,8% contre 2,3% et -2,9% respectivement au troisième trimestre.

La contribution des prix des produits alimentaires à prix volatils à l'inflation ressort négative à hauteur de 0,5 point de pourcentage au lieu de 0,9 point de pourcentage en moyenne au cours du troisième trimestre 2017.

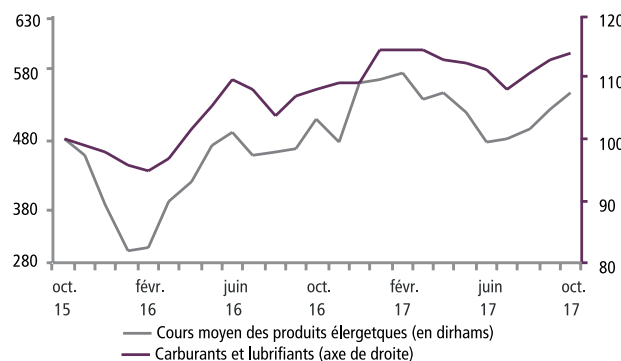
**Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel**

Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont augmenté de 5,5% en octobre après 4,2% en moyenne au troisième trimestre, dans un contexte marqué par une hausse de 11,4% du cours moyen des produits pétroliers et par une quasi stabilité du taux de change du dirham par rapport au dollar.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils ont connu une progression de 1% en octobre, soit le même rythme qu'au troisième trimestre, tirés par la poursuite de l'effet de la hausse de 2,7% des tarifs de « l'électricité » en janvier 2017 et de celle de 2% des tarifs des « tabacs » en juillet passé.

**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 est passée de 1,2% au troisième trimestre à 1,3% en octobre. Son accroissement résulte d'une légère accélération, aussi bien de l'inflation des échangeables, que de celle des non échangeables.

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

(En %)	Evolution en glissement mensuel			Evolution en glissement annuel		
	août 17	sept. 17	oct. 17	août 17	sept. 17	oct. 17
Biens échangeables	-0,1	0,1	0,4	0,8	0,8	0,9
Biens non échangeables	0,1	0,6	-0,1	1,6	1,7	1,7
Inflation sous-jacente	-0,2	-0,1	0,2	1,2	1,2	1,3

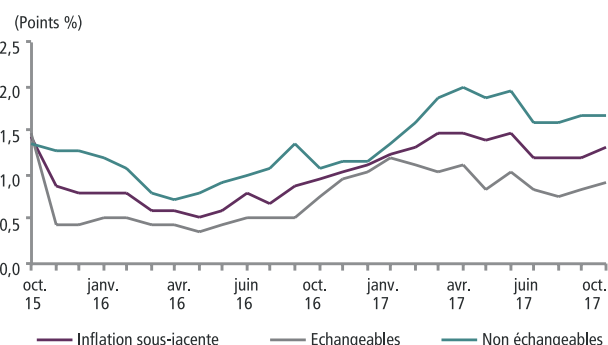
Sources : HCP et calculs BAM.

Les prix des biens échangeables ont progressé de 0,9% en octobre après 0,8% au troisième trimestre. Leur évolution est liée en partie à l'accélération des prix de certains produits alimentaires en l'occurrence « les huiles » et les « huiles et graisses » qui ont augmenté de 11,4% et 8,6% au lieu de 9% et 4,4% respectivement. L'effet de ces hausses a été toutefois atténué par la baisse de 6,3% au lieu d'un accroissement de 3,3% des prix des « légumineuses sèches ».

En outre, l'atténuation de la baisse de 1,4% à 0,7% des prix de la rubrique de l'achat des « voitures

automobiles» a contribué à l'augmentation plus rapide des prix des produits échangeables. La contribution de ces derniers à l'inflation sous-jacente ressort de 0,5 point de pourcentage.

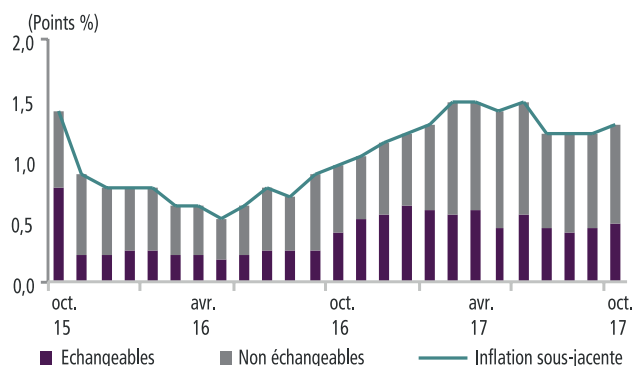
**Graphique 6.4 : Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM.

Dans le même temps, l'inflation des biens non échangeables est passée de 1,6% au troisième trimestre à 1,7%, sous l'effet principalement de l'augmentation de 1,8% après 1,7% des « loyers effectivement payés par les locataires » et de 1,7% après 1,6% des prix des « viandes fraîches ». Sa contribution à l'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à 0,8 point de pourcentage.

**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 sensiblement accélérer au quatrième trimestre. Elle s'établirait à 1,2%, portant sa moyenne sur l'ensemble de l'année à 0,7%.

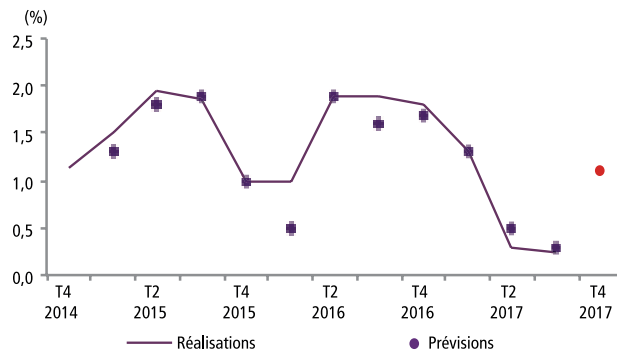
Son évolution découlerait de la hausse de 1,6%, après trois trimestres de repli, des prix des produits alimentaires volatils suite principalement à des tensions sur l'offre de certains de ces produits.

L'accélération de 4,2% à 6,8% du rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants en relation avec l'évolution projetée des cours internationaux des produits pétroliers devrait contribuer également, mais dans une moindre mesure, à l'accroissement de l'inflation au quatrième trimestre 2017.

Les tarifs des produits réglementés progresseraient au même rythme observé un trimestre auparavant, soit 1% et ce en l'absence de mesures concernant les prix de ces produits.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait atteindre 1,3% au quatrième trimestre et sur l'ensemble de l'année 2017.

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

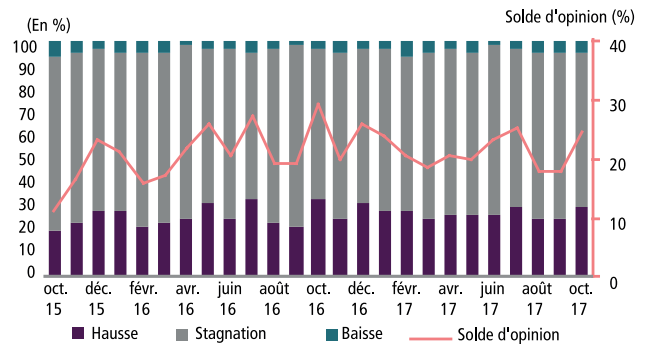


Sources : BAM.

## 6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois d'octobre 2017, indiquent que 66% des industriels enquêtés anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que 29% prévoient une hausse et 5% d'entre eux s'attendent à une baisse.

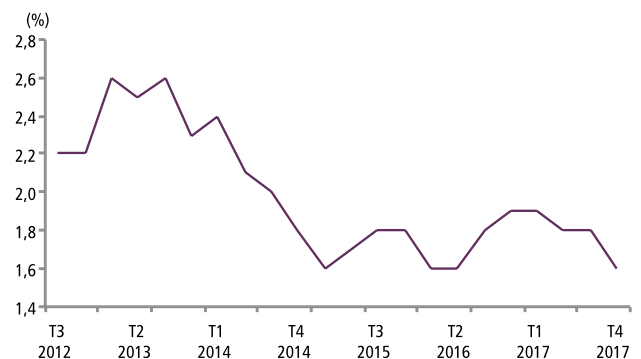
**Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib conduite au quatrième trimestre 2017, laissent entrevoir une décélération de 1,8% à 1,6% 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\***

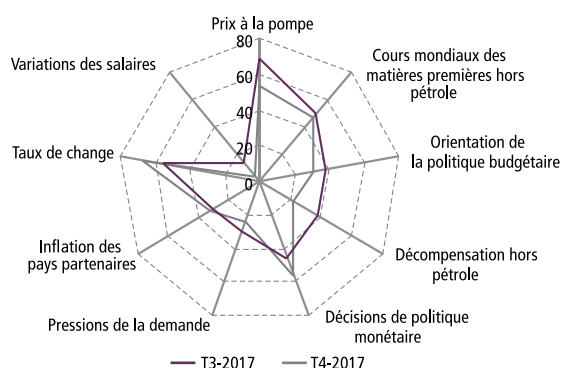


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

Ces derniers considèrent que l'évolution des prix à la pompe, du taux de change et des cours des matières premières non énergétiques représentent 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**

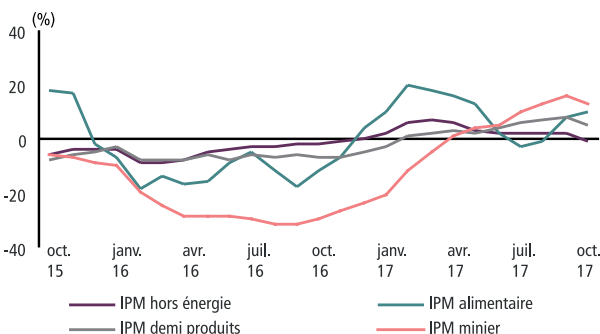


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

## 6.4. Prix à l'importation et à la production

Le ralentissement du rythme d'évolution des prix à l'import hors énergie se poursuit. Après avoir augmenté de 3,7% au deuxième trimestre, les prix à l'import se sont accrus de 2,3% au troisième trimestre avant de connaître une baisse de 0,6% en octobre. S'agissant des prix des produits alimentaires importés, ils ont enregistré une forte hausse de 9,5% en octobre au lieu de 1,3% au troisième trimestre, tirée principalement par le renchérissement de 42% du « blé » qui a plus que compensé la baisse des prix des autres principales denrées alimentaires importées en l'occurrence le « Maïs », en repli de 11,3%, le « thé », de 6,9% et les « huiles végétales et brutes » de 3,4%.

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

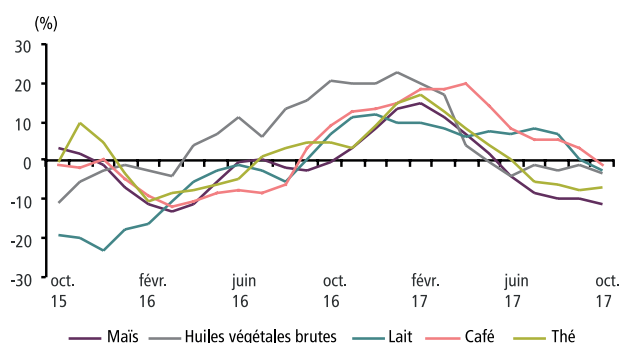


Source : Office de Change et calculs BAM.

Pour leur part, les prix à l'import des produits miniers ont progressé de 12,4% en octobre, soit un taux légèrement inférieur à celui de 12,8% observé le trimestre passé.

Quant aux prix à l'import des demi-produits, ils ont augmenté de 4,9% au lieu de 7,1% au troisième trimestre en raison de la hausse de 3% contre 3,6% au trimestre précédent des prix à l'import des « fils barres palplanches profiles en fer et en acier » et de la baisse de 0,6% au lieu de la hausse de 1,4% des prix à l'import du « papier et carton ».

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



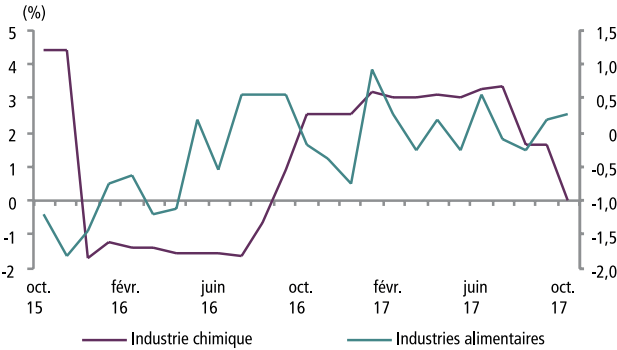
Source : Office de Change et calculs BAM.

Quant aux prix à la production des industries manufacturières, ils ont enregistré une hausse annuelle de 0,6% au troisième trimestre et en octobre 2017. Cette évolution recouvre une accélération de 4,4% à 7,6% du rythme d'accroissement des prix à la production de la



branche de « fabrication d'équipements électriques» et une hausse de 0,3% contre une baisse de 0,1% du taux de progression des prix à la production des « industries alimentaires » qui ont contrebalancé le ralentissement de 2,2% à 0% de la hausse des prix à la production de l'« industrie chimique ».

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



Sources : HCP.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

---

### Synthèse

---

L'activité économique mondiale continue de se raffermir et les perspectives favorables à moyen terme se sont améliorées, en particulier pour la zone euro. Certains facteurs de risque pourraient toutefois impacter ces prévisions. Il s'agit notamment des politiques plus restrictives de l'administration américaine en matière de commerce et d'immigration, de la montée des tensions géopolitiques ainsi que de la fragilité du système financier dans certains pays de l'Union Européenne. En revanche, la mise en œuvre prévue d'une politique budgétaire expansionniste du gouvernement américain pourrait davantage stimuler la croissance américaine et mondiale.

Aux Etats-Unis, les conditions monétaires devraient rester accommodantes, malgré la normalisation de la politique monétaire de la FED. La consommation des ménages devrait soutenir l'activité économique et la situation sur le marché de travail à moyen terme. Parallèlement, la zone euro bénéficierait du renforcement de la confiance des opérateurs économiques et des conditions monétaires et financières accommodantes qui devrait soutenir l'investissement. Les économies émergentes, pour leur part, devraient tirer profit de l'amélioration de l'activité des pays avancés. En particulier, après leur sortie de crise, l'activité dans les économies russe et brésilienne poursuivrait son amélioration, alors qu'en Chine, la décélération prévue de la croissance devrait rester limitée à la faveur des mesures de soutien budgétaire, toutefois le niveau élevé de l'endettement constitue un risque à la baisse sur les perspectives de croissance.

Sur les marchés des matières premières, les prix des produits alimentaires devraient finir l'année 2017 sur une hausse modérée et rester proches de ces niveaux à moyen terme. De leur côté, les cours mondiaux du pétrole augmenteraient de près de 26% en 2017. Leurs projections à moyen terme, tout en s'inscrivant en décélération, ont été révisées à la hausse, en liaison principalement avec l'augmentation des tensions géopolitiques, les perspectives meilleures que prévu de la croissance mondiale et l'extension de l'accord des pays producteurs de pétrole sur la réduction de la production. Dans ces conditions, et tenant compte du raffermissement de la demande intérieure, l'inflation aux Etats-Unis ressortirait en accélération en 2017 et resterait proche de l'objectif de la FED à moyen terme alors que dans la zone euro, elle devrait converger graduellement vers l'objectif de la BCE au terme de l'horizon de prévision.

Au niveau national, la reprise des exportations en 2017 devrait se poursuivre à moyen terme, avec notamment une hausse notable prévue pour la construction automobile en 2019 en liaison avec le lancement de la production de l'usine Peugeot. En parallèle, les importations devraient s'accroître à un rythme stable autour de 5%, recouvrant une décélération des achats de produits énergétiques, après une importante hausse en 2017, et une reprise des acquisitions de biens d'équipement.

Tenant compte de ces évolutions et sous l'hypothèse d'un afflux d'IDE autour de 3,5% du PIB en 2018 et en 2019 et d'entrées de dons en provenance des partenaires du CCG de 8 milliards de dirhams en 2017, de 7 milliards de dirhams en 2018 et de 2,5 milliards en 2019, les réserves internationales nettes se maintiendraient proches de 240 milliards de dirhams d'ici fin 2019, assurant ainsi la couverture de près de 5,5 mois d'importations de biens et services durant les deux prochaines années.

S'agissant des conditions monétaires, elles se sont assouplies durant l'année 2017, sous l'effet du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire et de la dépréciation du taux de change effectif

réel, elle-même liée à l'appréciation de l'euro et au faible niveau d'inflation au Maroc comparativement aux principaux partenaires et concurrents commerciaux. A moyen terme, cette orientation devrait se poursuivre, favorisée par la poursuite de la dépréciation du taux de change effectif réel, bien qu'en atténuation par rapport à 2017. Dans ces conditions, le crédit bancaire destiné au secteur non financier achèverait l'année 2017 avec une hausse de 4,5% et poursuivrait son amélioration à moyen terme avec un rythme de 5% en 2018 et en 2019, prévisions inchangées par rapport à l'exercice de septembre.

Au niveau des finances publiques, après le léger dépassement observé en 2016, l'ajustement devrait reprendre. Le déficit reviendrait de 4,1% du PIB à 3,5% en 2017, à 3,1% en 2018 et se situerait autour de 3% en 2019.

La croissance économique s'accélérait à 4,1% cette année, une prévision en légère révision à la baisse par rapport à septembre. Cette prévision reflète un rebond de 14,7% de la valeur ajoutée agricole et une reprise, quoique lente, des activités non agricoles. Cette performance est soutenue, du côté de la demande, par le redressement des exportations nettes, favorisé par l'amélioration de la demande étrangère et la dépréciation du taux de change effectif réel. De même, la demande intérieure devrait rester vigoureuse sous l'effet de l'amélioration de la consommation des ménages alors que l'investissement devrait connaître une décélération rapide. A moyen terme, la croissance ralentirait à 3% en 2018 et à 3,6% en 2019 sous l'hypothèse de campagnes agricoles moyennes. Les activités non agricoles continueraient de s'améliorer avec une croissance de 3,4% en 2018 et de 3,6% en 2019. Du côté de la demande, après une contribution positive en 2017, les exportations nettes devraient contribuer négativement à la croissance en 2018 et en 2019 quoiqu'en atténuation suite au démarrage prévu de la production de l'usine Peugeot. Pour sa part, la demande intérieure devrait continuer à soutenir la croissance avec notamment une reprise de l'investissement sous l'hypothèse du maintien du rythme de l'investissement public et la poursuite des grands projets.

Dans un contexte caractérisé par la consolidation prévue de la demande intérieure et la hausse de l'inflation importée, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement à moyen terme, passant de 0,8% en 2016 à 1,3% en 2017, avant de converger graduellement vers un taux de 1,9% en 2019. Les prix des carburants et lubrifiants devraient augmenter en 2017 et en 2018, à un rythme plus prononcé que celui prévu en septembre suite à la révision à la hausse des prévisions des cours internationaux du pétrole. Pour leur part, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient accuser une baisse en 2017, moins marquée comparativement à la prévision de septembre, en liaison avec leur hausse plus importante que prévu au quatrième trimestre 2017. Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, l'inflation devrait ressortir à 0,7% en 2017, avant d'augmenter à 1,5% en 2018 puis se stabiliser à 1,6% en 2019. Sur l'horizon de prévision, l'inflation s'établirait en moyenne à 1,5%.

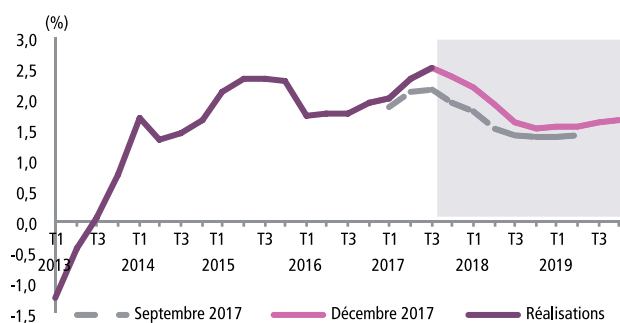
## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

### Raffermissement de la reprise de l'activité économique mondiale

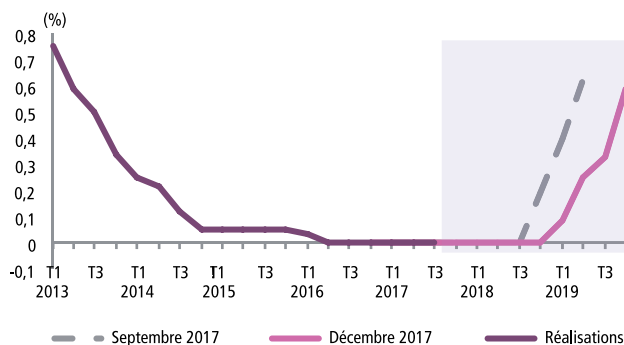
La reprise économique mondiale continue de se raffermir, confortée par le regain de confiance des opérateurs économiques et par les conditions monétaires et financières accommodantes dans les pays avancés. Ainsi, la croissance dans la zone euro devrait rebondir à 2,3% en 2017, soutenue par la vigueur de la demande intérieure notamment l'investissement, avant de ralentir à 1,8% en 2018 puis à 1,6% en 2019, sous l'effet notamment du Brexit. Aux Etats-Unis, le regain d'optimisme des opérateurs économiques, en liaison avec les réformes fiscales anticipées, devrait stimuler l'activité économique à court terme. A moyen terme, cette dynamique devrait se poursuivre, soutenue par la consommation des ménages dans un contexte caractérisée par la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la FED, malgré la poursuite du processus de normalisation. La croissance américaine devrait ainsi passer de 1,5% en 2016 à 2,2% en 2017 avant de se stabiliser à 2,3% en 2018 et 2019. En revanche, en Chine, la croissance devrait poursuivre son ralentissement, traduisant le rééquilibrage de l'économie, bien qu'à un rythme moindre en 2017 en liaison avec les mesures de soutien budgétaire. Après leur sortie de crise, l'activité dans les économies brésilienne et russe devrait poursuivre son amélioration. Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc se raffermirait à moyen terme.

Ces perspectives restent toutefois entourées d'importants risques à la baisse en raison notamment des politiques plus restrictives de l'administration américaine en matière de commerce et d'immigration ainsi que de la montée des tensions géopolitiques et des incertitudes politiques en Espagne. De surcroît, la fragilité du système financier dans certains pays de la zone euro et surtout en Chine, ainsi que la décélération rapide de la croissance de cette dernière, pourraient peser sur les perspectives de la croissance mondiale. Pour ce qui est des risques à la hausse, la mise en œuvre de la politique budgétaire expansionniste de l'administration américaine devrait stimuler davantage la croissance américaine et mondiale.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE



Source : prévisions GPM<sup>1</sup> novembre 2017.

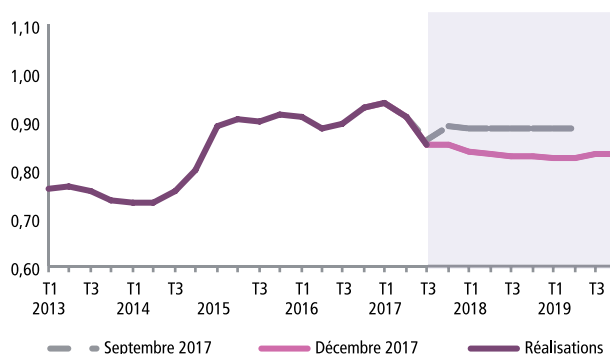
<sup>1</sup> Le Global Projection Model est un modèle de l'économie mondiale développé par le FMI et géré depuis juillet 2017 par le réseau GPMN au profit d'un ensemble de banques centrales et d'institutions internationales.

## L'euro devrait rester apprécié, soutenu par l'amélioration des fondamentaux économiques des pays de la zone euro

Le redressement continu de l'activité économique aux Etats-Unis devrait inciter la FED à poursuivre à moyen terme la normalisation graduelle des taux des fonds fédéraux et la réduction de son bilan initié en octobre, cette dernière consistera en une réduction des réinvestissements des paiements au titre du principal sur les actifs qu'elle détient à hauteur d'un montant de 10 milliards de dollars par mois, qui sera augmenté graduellement jusqu'à atteindre 50 milliards au bout d'une période d'un an. Pour sa part, la BCE devrait maintenir son programme d'achats d'actifs jusqu'à fin septembre 2018 tout en le réduisant à un rythme mensuel de 30 milliards à partir de janvier 2018. Son taux directeur devrait rester inchangé jusqu'au premier trimestre de 2019.

Dans un contexte caractérisé par l'amélioration des fondamentaux économiques de la zone euro, la monnaie européenne a connu une forte appréciation au troisième trimestre et devrait rester proche de ce niveau à moyen terme.

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD



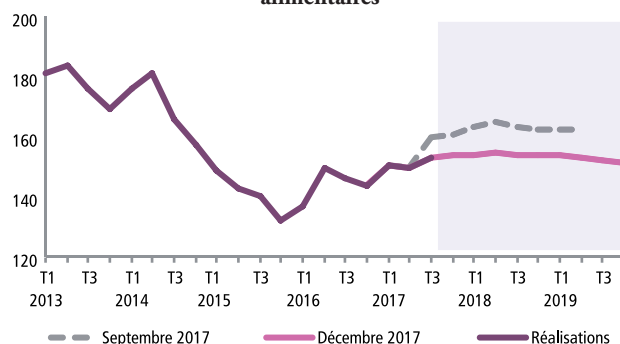
Source : prévisions GPM de novembre 2017.

## Révision à la hausse des prévisions des prix du pétrole et à la baisse de celles des produits alimentaires

Après s'être établi à 42,8 \$/bl en 2016, le cours moyen du pétrole sur le marché international devrait finir l'année 2017 avec une moyenne de 52,8 \$/bl, avant d'augmenter à 57,8 \$/bl en 2018 et baisser à 55,3 \$/bl en 2019. Ces prévisions ont été révisées à la hausse comparativement à l'exercice précédent, en liaison principalement avec l'amélioration des perspectives économiques mondiales, l'accentuation des incertitudes géopolitiques au Moyen-Orient ainsi que l'extension de l'accord de réduction de la production des pays producteurs jusqu'à fin 2018. Concernant les fertilisants, le prix du DAP devrait finir l'année 2017 avec une moyenne de 345 \$/mt, se stabiliser à ce niveau en 2018 avant d'augmenter légèrement à 353\$/mt en 2019. S'agissant du prix du phosphate roche, après avoir accusé une baisse en 2017 revenant de 112 \$/mt à 91\$/mt, il se maintiendrait autour de 90 \$/mt. Ces prévisions ont été révisées légèrement à la baisse suite à la persistance des surcapacités sur le marché émanant notamment du Maroc et de l'Arabie Saoudite. Pour leur part, les prix des produits alimentaires devraient terminer l'année sur une hausse modérée et resteraient proches de leurs niveaux actuels à moyen terme. Leurs projections ont été révisées à la baisse sur l'horizon de prévision tenant compte notamment de l'augmentation de l'offre du blé.

Dans ces conditions, l'inflation aux Etats-Unis devrait ressortir à 2,1% en 2017 et rester proche de l'objectif de la FED à moyen terme avec des taux de 2,2% en 2018 et de 2,4% en 2019<sup>2</sup>. Dans la zone euro, l'inflation<sup>3</sup> devrait converger graduellement vers l'objectif de la BCE au terme de l'horizon de prévision, s'établissant à 1,5% en 2017, à 1,2% en 2018 puis à 1,7% en 2019.

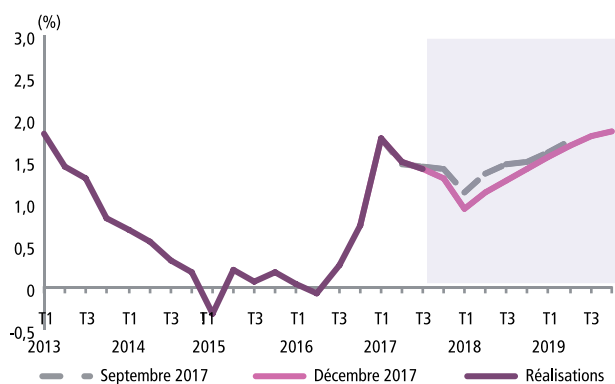
**Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires**



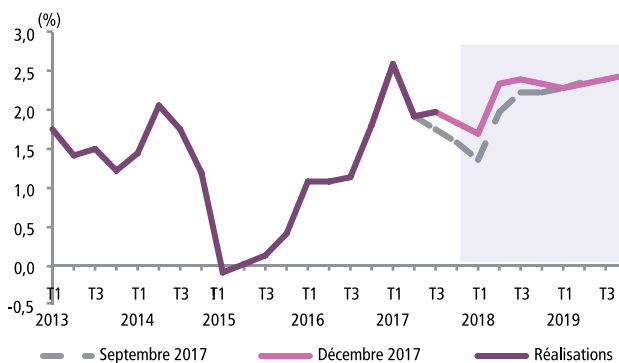
**Graphique 7.5 : Prix du pétrole brut**



**Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro**



**Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis**



Source: prévisions GPM de novembre 2017.

## Poursuite de l'ajustement budgétaire

L'orientation de la politique budgétaire demeure axée sur la réduction du déficit budgétaire conformément aux objectifs du Gouvernement. Le déficit devrait revenir graduellement de 4,1% du PIB en 2016 à près de 3% en 2019. Pour l'exercice 2017, la cible ajustée de 3,5% du PIB devrait être atteinte. Par rapport aux prévisions de septembre, une légère révision a été opérée au niveau de la charge de compensation, en raison de l'intégration des nouvelles hypothèses des prix de l'énergie à l'international et du cours de change.

Pour 2018, tenant compte des données du projet de la loi de finances 2018 (PLF), le déficit a été légèrement révisé à la baisse à 3,1% du PIB contre 3,2% prévu en septembre et 3% selon le PLF. Les dépenses au titre des autres biens et services ont été ajustées à la hausse alors que les recettes ordinaires ont été révisées à la baisse recouvrant un léger ajustement à la hausse des recettes fiscales et un repli des recettes non fiscales.

<sup>2</sup> Il s'agit du taux d'inflation, prévu par le GPM, mesuré par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC). La FED, qui se réfère à l'indice des prix à la consommation personnelle (PCE), table dans ses prévisions du 13 décembre sur un taux d'inflation de 1,7% en 2017, 1,9% en 2018 et 2% en 2019.

<sup>3</sup> Prévisions de novembre 2017 du réseau GPM. La BCE table dans ses prévisions du 14 décembre sur un taux d'inflation de 1,5% pour 2017, de 1,4% pour 2018 et de 1,5% pour 2019. Sa composante hors énergie et produits alimentaires devrait se situer à 1% en 2017 et à 1,1% et 1,5% en 2018 et 2019 respectivement.

Pour ce qui est de l'exercice de 2019, et sous l'hypothèse de la poursuite de la politique actuelle axée sur la mobilisation des ressources et la maîtrise des dépenses, le déficit devrait s'établir autour de 3% du PIB.

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

La production céréalière au titre de la campagne agricole 2016-2017 s'est élevée, selon le Ministère de l'Agriculture de la Pêche et du Développement Rural et des Eaux et Forêts, à 95,6 millions de quintaux, comparée à 33,5 MQx enregistrée durant la campagne précédente et 73 MQx, moyenne enregistrée durant les cinq dernières années. Cette évolution résulte des conditions climatiques favorables avec une bonne répartition spatio-temporelle des précipitations. Pour les autres cultures, la production aurait augmenté de 16,1% pour les agrumes, de 3,4% pour les palmiers dattiers et de 1,2% pour les cultures sucrières, alors que celle des oliviers aurait accusé une baisse.

Pour les campagnes agricoles 2017/2018 et 2018/2019, les prévisions de BAM supposent une production céréalière moyenne des trois principales cultures de 70 millions de quintaux et une poursuite de la tendance récente observée pour les autres cultures.

## **7.2 Projections macroéconomiques**

### **Allègement du déficit du compte courant sur l'horizon de prévision**

Tenant compte des réalisations à fin octobre, le déficit du compte courant devrait ressortir à 3,6% du PIB en 2017, en allègement de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'exercice de septembre. Ce déficit devrait se stabiliser à ce niveau en 2018 et s'alléger à 3,3% en 2019. La dynamique des exportations devrait se poursuivre, selon les prévisions de BAM, avec notamment une sensible hausse prévue des expéditions de l'automobile en 2019. En parallèle, les importations devraient s'accroître à un rythme stable autour de 5%, recouvrant une décélération des importations des produits énergétiques et une reprise des achats de biens d'équipement en 2018 et 2019.

Pour ce qui est des recettes de voyage et des transferts des MRE, ils devraient enregistrer des hausses respectives de 4% et de 3,8% en 2018 et de 4% et de 3,6% en 2019. Tenant compte d'une entrée de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards en 2017, de 7 milliards de dirhams en 2018 et de 2,5 milliards en 2019 et sous l'hypothèse d'un afflux d'IDE autour de 3,1% du PIB en 2017 et de 3,5% du PIB en 2018 et en 2019, les réserves internationales nettes devraient avoisiner 239 milliards en 2017, de 238 milliards de dirhams en 2018 et 237 milliards à fin 2019, assurant ainsi une couverture en importations de biens et services de 5 mois et 24 jours à fin 2017 et de 5 mois et demi en 2018 et 2019.

**Tableau 7.1 : Les principales composantes de la balance des paiements**

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

\* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

## Orientation accommodante de la politique monétaire et poursuite de l'amélioration du crédit bancaire

Les conditions monétaires se sont assouplies en 2017 avec la poursuite de l'orientation accommodante de la politique monétaire et la dépréciation du taux de change effectif réel, elle-même liée à l'appréciation de l'euro et au faible niveau d'inflation au Maroc comparativement aux principaux pays partenaires commerciaux et concurrents. A moyen terme, cette situation devrait se poursuivre favorisée par la poursuite de la dépréciation du taux de change effectif réel bien qu'en atténuation par rapport à 2017.

Tenant compte de la révision des prévisions des réserves internationales nettes, le déficit de liquidité a été revu à 38,8 milliards de dirhams à fin 2017. A moyen terme, et sous l'effet principalement de la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire, il devrait s'accroître à 50,6 milliards à fin 2018 et à 62,7 milliards à fin 2019.

Dans ces conditions, le crédit bancaire au secteur non financier devrait terminer l'année avec une progression de 4,5%, prévision inchangée par rapport à celle de l'exercice de septembre. Il devrait poursuivre son amélioration à moyen terme pour s'accroître à un rythme aux alentours de 5% en 2018 et en 2019. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la croissance de l'agrégat M3 devrait s'établir à 4,9% en 2017 avant de revenir à un rythme proche de 4% en 2018 et en 2019.

**Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire**

	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2017	2018
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	1,7	3,8	0,3	3,9	4,5	5,0	5,0	0,0	0,0
M3 (variation en %)	3,1	6,2	5,7	4,7	4,9	3,8	3,9	1,4	-1,1
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-68,4	-40,6	-16,5	-14,7	-38,8	-50,6	-62,7	8,0	3,3

Source : BAM.

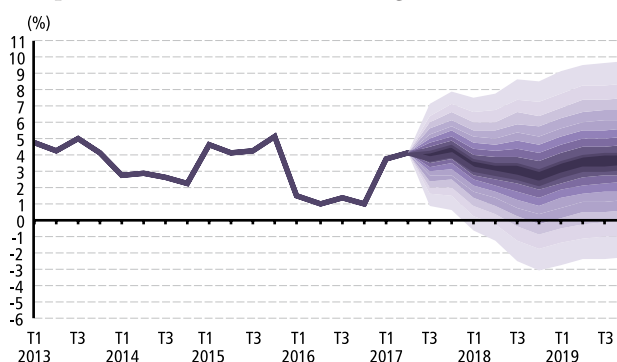


## Rebond de la valeur ajoutée agricole en 2017 et poursuite de la reprise lente des activités non agricoles

Après s'être établie à 1,2% en 2016, la croissance nationale devrait s'accélérer à 4,1% en 2017, prévision légèrement ajustée à la baisse par rapport à celle communiquée en septembre. Cette évolution reflète un rebond de la valeur ajoutée agricole à 14,7% et une reprise lente des activités non agricoles qui progresseraient de 2,7%. Du côté de la demande, les exportations nettes devraient contribuer positivement à la croissance soutenues, d'une part, par l'amélioration plus importante que prévu de l'activité économique chez les principaux partenaires commerciaux et d'autre part, par la dépréciation du taux de change effectif réel. Pour ce qui est de la demande intérieure, la consommation finale des ménages devrait s'accélérer comme prévu en septembre, suite à l'augmentation des revenus notamment agricoles alors que la dynamique de l'investissement devrait connaître une décélération plus rapide que prévu, comme en atteste le ralentissement rapide des importations des biens d'équipement. Quant à la consommation des administrations publiques, elle devrait maintenir un rythme de croissance modéré en relation avec les efforts de maîtrise des dépenses de fonctionnement.

Sous l'hypothèse de campagnes agricoles moyennes, la croissance devrait ralentir à 3% en 2018 et passer à 3,6% en 2019. Les activités non agricoles continueraient de s'améliorer avec une croissance de 3,4% en 2018 et de 3,6% en 2019. Du côté de la demande, après une contribution positive en 2017, les exportations nettes devraient marquer une contribution négative à la croissance en 2018 qui s'atténuerait en 2019 en liaison avec l'entrée en phase de production de l'usine Peugeot. Pour sa part, la demande intérieure devrait continuer de soutenir la croissance avec notamment une reprise de l'investissement sous l'hypothèse du maintien du rythme soutenu de l'investissement public et des grands projets.

**Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 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, calcul et prévisions BAM.

**Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)**

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

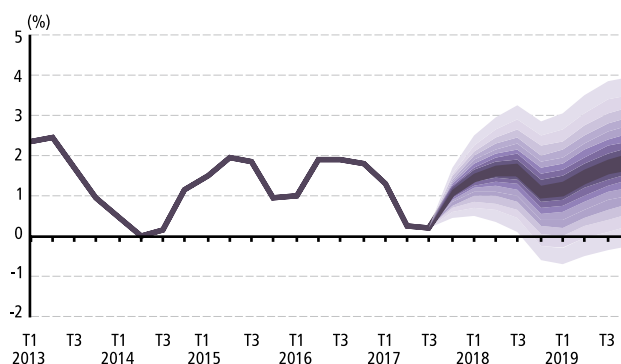
Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Au total, après avoir évolué en dessous de son potentiel en 2016, le cycle de l'activité économique devrait globalement évoluer en territoire positif en 2017, sous l'effet de l'amélioration des revenus notamment agricoles, de la demande étrangère ainsi que de l'orientation accommodante de la politique monétaire.

### L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement tout en restant modérée à moyen terme

L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer progressivement à moyen terme, passant de 0,8% en 2016 à 1,9% en 2019, prévisions quasiment inchangées par rapport à l'exercice de septembre. Cette dynamique reflète principalement la consolidation prévue de la demande intérieure et la hausse de l'inflation importée, elle-même impactée par la dépréciation prévue du taux de change effectif réel.

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

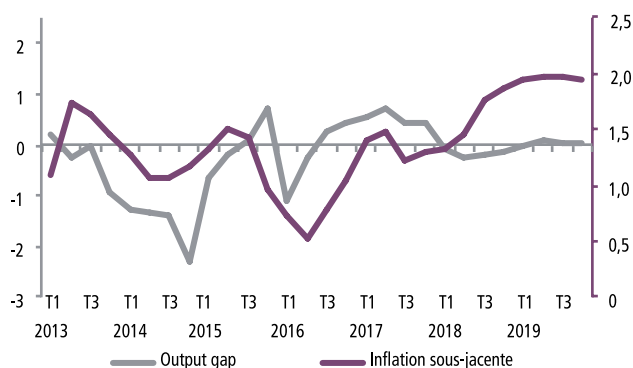
	Réalizations		Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2015	2016	2017	2018	2019	Horizon de 8 trimestres	2017	2018
<b>Inflation</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
Inflation sous-jacente	1,3	0,8	1,3	1,5	1,9	1,6	-0,1	-0,1

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Concernant les produits exclus de l'inflation sous-jacente, les prix des carburants et lubrifiants devraient ressortir en hausse en 2017 à un rythme plus prononcé que celui prévu en septembre suite à la révision à la hausse des prévisions des cours du pétrole à l'international. Pour leur part, les prix des produits alimentaires à prix volatils connaîtraient une baisse en 2017, moins marquée comparativement à la prévision de septembre en liaison avec l'importante hausse trimestrielle prévue au quatrième trimestre 2017.

Au total, l'inflation devrait ralentir à 0,7% en 2017, avant d'augmenter à 1,5% en 2018 puis à 1,6% en 2019. Sur l'horizon de prévision, elle s'établirait à 1,5% en moyenne.

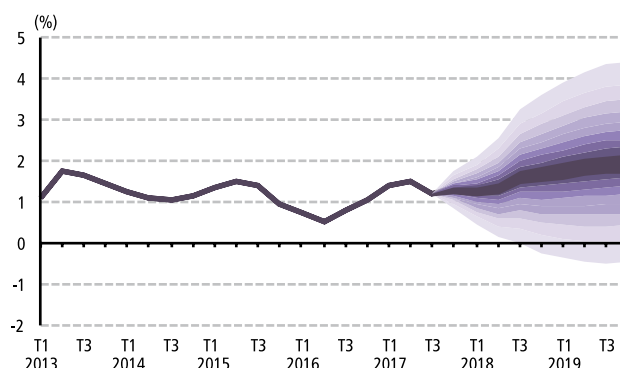
**Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap**



\* 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 sur l'horizon de prévision (T4 2017 - T4 2019)\***



## 7.3 Balance des risques

Le scénario central de prévisions reste entouré de plusieurs risques, avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En ce qui concerne les risques à la baisse entourant les perspectives de l'activité économique, ils sont liés à la montée des tensions géopolitiques au Moyen Orient, la crise politique en Espagne, ainsi que les politiques restrictives de l'administration américaine en matière de commerce et d'immigration. De surcroît, la fragilité du système financier dans certains pays de la zone euro et une décélération plus rapide de la croissance en Chine, pourraient peser négativement sur les perspectives de la croissance mondiale. Au niveau national, une production céréalière inférieure à la moyenne historique impacterait négativement la croissance nationale. Pour ce qui est des risques à la hausse, la politique budgétaire expansionniste de l'administration américaine et l'assouplissement des conditions financières qu'induirait une dérégulation financière aux Etats-Unis, après la désignation du nouveau président de la FED, pourraient stimuler davantage sa demande intérieure et par conséquent la croissance mondiale.

S'agissant des prévisions d'inflation, les risques identifiés peuvent induire un niveau d'inflation plus élevé que prévu. Il s'agit principalement, d'une hausse plus importante que prévu des prix des produits alimentaires frais en liaison avec le retard des pluies et d'un accroissement plus accentué des cours des produits énergétiques, sous l'effet de la montée des tensions géopolitiques.

## 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 .....	16
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	16
Graphique E 1.1.1	: Evolution de la croissance du PIB et de ses composantes .....	17
Graphique E 1.1.2	: Evolution et composition du crédit .....	18
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	19
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	19
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	19
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar .....	20

Graphique 1.7	: Cours du pétrole en dollars.....	21
Graphique 1.8	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie .....	21
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	21
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	22
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile à fin septembre.....	24
Graphique 2.2	: Evolution des transferts MRE .....	25
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes) .....	26
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	27
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	27
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel .....	28
Graphique 3.6	: Ecart monétaire .....	28
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire .....	29
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.9	: Evolution de l'offre et de la demande .....	29
Graphique 3.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	30
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	30
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....	31
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2017 .....	31
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	32
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....	32
Graphique 3.17	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM .....	33
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances .....	35
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	36
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	36
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement, cumul de janvier à octobre.....	36
Graphique 4.5	: Solde budgétaire, cumul de janvier à octobre .....	37
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement cumul de janvier à octobre .....	37
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	38
Graphique 5.1	: Dépenses de la consommation finale nationale .....	40
Graphique 5.2	: PIB par composante .....	41
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance .....	41
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	42
Graphique 5.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	42
Graphique 5.7	: Output-gap global .....	43
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	44
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	45
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants .....	46
Graphique 6.4	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	46
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	46
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....	47
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises .....	47
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier .....	47
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	48
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import .....	48
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire .....	48
Graphique 6.12	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle .....	49
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro .....	52

Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE.....	52
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD .....	53
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires.....	54
Graphique 7.5	: Prix du pétrole brut .....	54
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	54
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis .....	54
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l’horizon de prévision (T3 2017 - T4 2019) .....	57
Graphique 7.9	: Prévisions de l’inflation sur l’horizon de prévision (T4 2017 - T4 2019) .....	58
Graphique 7.10	: Evolution de l’inflation sous-jacente et de l’output gap.....	59
Graphique 7.11	: Prévisions de l’inflation sous-jacente sur l’horizon de prévision (T4 2017 - T4 2019) .....	59

## LISTE DES TABLEAUX

---

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	15
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage .....	16
Tableau 1.3	: Evolution récente de l’inflation dans les principaux pays avancés .....	22
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	23
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés .....	23
Tableau 2.3	: Evolution des importations .....	24
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits à l’import .....	24
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services .....	25
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	26
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	27
Tableau 3.3	: Taux créditeurs .....	27
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires.....	35
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques .....	35
Tableau 4.3	: Financement du déficit .....	37
Tableau 4.4	: Perspectives d’endettement du Trésor .....	37
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	43
Tableau 6.1	: Evolution de l’inflation et de ses composantes.....	45
Tableau 6.2	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	46
Tableau 7.1	: Les principales composantes de la balance des paiements.....	56
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire .....	56
Tableau 7.3	: Croissance économique .....	58
Tableau 7.4	: Inflation.....	58

## LISTE DES ENCADRES

---

Encadré 1.1	: L’accentuation du risque financier en Chine.....	17
-------------	--	----