



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 40 / 2016

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 27 SEPTEMBRE 2016

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

 [@BankAlMaghrib](https://twitter.com/BankAlMaghrib)

SOMMAIRE

Préambule	5
Communiqué de presse	7
Aperçu général	10
1. Développements internationaux	15
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	16
1.3 Prix des matières premières et inflation	18
2. Comptes extérieurs	20
2.1 Evolution de la balance commerciale	20
2.2 Autres rubriques de la balance courante	21
2.3 Compte financier	22
3. Monnaie, crédit et marché des actifs	23
3.1 Conditions monétaires	23
3.2 Prix des actifs	27
4. Orientation de la politique budgétaire	31
4.1 Recettes ordinaires	31
4.2 Dépenses publiques	32
4.3 Déficit et financement du Trésor	33
5. Demande, offre et marché du travail	36
5.1 Demande intérieure	36
5.2 Demande extérieure	37
5.3 Offre globale	37
5.4 Marché du travail et capacités de production	39
6. Evolution récente de l'inflation	42
6.1. Evolution de l'inflation	42
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	44
6.3. Anticipations de l'inflation	44
6.4. Prix à l'importation et à la production	45
7. Perspectives à moyen terme	47
Synthèse	47
7.1 Hypothèses sous-jacentes	49
7.2 Projections macroéconomiques	52
7.3 Balance des risques	57
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	58
LISTE DES GRAPHIQUES	59
LISTE DES TABLEAUX	61



PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib :

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Commissaire du Gouvernement

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

M. Abdellatif BELMADANI

M. Mohammed BENAMOUR

Mme Miriem BENSALAH CHAQROUN

M. Bassim JAI-HOKIMI

M. Mustapha MOUSSAOUI



بنك المغرب

بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 27 septembre 2016

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa troisième réunion trimestrielle de l'année, le mardi 27 septembre. Au cours de cette rencontre, il a examiné l'évolution de la conjoncture économique et les projections macroéconomiques élaborées par la Banque pour les huit prochains trimestres.
2. Tenant compte d'une prévision d'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et au vu de l'évolution récente et prévue à moyen terme des conditions monétaires et économiques, le Conseil a jugé approprié le niveau de 2,25% du taux directeur et a décidé de le maintenir inchangé.
3. Le Conseil a noté que l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, est revenue de 1,9% au deuxième trimestre à 1,6% en moyenne en juillet et août, avec une hausse de sa composante sous-jacente de 0,2 point de pourcentage à 0,7%. Selon les projections de la Banque, elle devrait terminer l'année avec une moyenne de 1,6% et revenir à 1,2% en 2017, sous l'effet essentiellement de la dissipation des chocs temporaires sur les prix des produits alimentaires à prix volatils qui devrait plus que compenser la hausse prévue de l'inflation sous-jacente.
4. Au niveau international, les données du deuxième trimestre indiquent une poursuite de la décélération de la croissance dans la zone euro et aux Etats-Unis. A moyen terme, l'activité devrait pâtir notamment des incertitudes liées aux modalités du Brexit et à certaines échéances électorales. La prévision de la croissance a été revue pour 2016 de 1,6% à 1,7% dans la zone euro et de 1,8% à 1,5% aux Etats-Unis et a été abaissée pour 2017 de 1,9% à 1,8% et de 2,4% à 2,3% respectivement. Sur le marché du travail, l'amélioration dans la zone euro se poursuit mais demeure toutefois lente, le taux de chômage devant rester proche de 10% en 2016 et en 2017. Aux Etats-Unis, ce taux s'est stabilisé à 4,9% en août et devrait se maintenir à ce niveau à moyen terme. Dans les principaux pays émergents, les données du deuxième trimestre indiquent une nouvelle contraction de l'activité au Brésil et une légère décélération en Inde. En Chine, la croissance s'est stabilisée au deuxième trimestre et devrait ralentir à 6,7% en 2016 et à 6,3% en 2017, sous l'effet notamment de la politique de rééquilibrage de son économie et des risques liés au crédit.
5. Sur les marchés des matières premières, le prix du pétrole est demeuré sur les huit premiers mois de l'année largement inférieur en moyenne à son niveau au cours de la même période de 2015. A moyen terme, il devrait rester à un niveau bas, sa prévision ayant été légèrement révisée à la hausse à 42,4\$/bbl pour 2016 et à la baisse à 45,4\$/bbl pour 2017. Pour les phosphates et dérivés, les prix ont également affiché des reculs en glissement annuel et leurs prévisions ont été à nouveau revues à la baisse.
6. Dans ces conditions, l'inflation continue d'évoluer à des niveaux bas dans les principaux pays avancés. Elle devrait se situer en 2016 à 0,2% dans la zone euro et à 1,2% aux Etats-Unis et s'accélérer graduellement pour atteindre 1,6% et 2,3% respectivement en 2018.

7. Au plan des décisions de politique monétaire, la FED a décidé en septembre de garder inchangée la fourchette cible des taux fédéraux. Elle a estimé que les arguments en faveur d'une hausse des taux se sont renforcés mais a décidé d'attendre de nouvelles preuves de progrès vers ses objectifs d'inflation et d'emploi. Quant à la BCE, elle a décidé à l'issue de sa réunion de septembre de maintenir inchangé son taux directeur et a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusque fin mars 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de stabilité des prix. Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé, en septembre, de maintenir son taux directeur à 0,25%, après l'avoir abaissé lors de sa précédente réunion, et de poursuivre la mise en œuvre des mesures annoncées en août dans l'objectif de soutenir davantage la croissance et d'assurer le retour de l'inflation vers la cible.
8. Au niveau national, la croissance a ralenti à 1,7% au premier trimestre, avec une nette contraction de la valeur ajoutée agricole et une décélération du PIB non agricole. Du côté de la demande, la consommation des ménages a enregistré un ralentissement et la contribution des exportations nettes à la croissance est ressortie négative, alors que l'investissement a connu un important rebond. Pour l'ensemble de l'année 2016, Bank Al-Maghrib a ajusté à la hausse sa prévision de croissance de 1,2% à 1,4%. La valeur ajoutée agricole devrait se contracter de 9% et la croissance non agricole se situerait à 2,9%. En 2017, cette dernière devrait s'accélérer à 3,2% et, sous l'hypothèse d'une campagne agricole normale, la valeur ajoutée agricole devrait rebondir de 10%, portant ainsi la croissance globale à 4%.
9. Sur le marché du travail, l'économie nationale a accusé une perte de 26 mille emplois au deuxième trimestre comparativement à la même période de 2015, recouvrant une contraction de 175 mille postes de l'emploi agricole et des hausses de 70 mille dans les services, de 41 mille dans le BTP et de 38 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. En conséquence, et tenant compte également d'une baisse du taux d'activité de 0,8 point, le taux de chômage a légèrement diminué de 0,1 point à 8,6%.
10. Concernant les comptes extérieurs, le déficit commercial s'est accentué de 13% sur les huit premiers mois de l'année, reflétant une hausse importante des importations, notamment celles des biens d'équipement de 22,5%. En parallèle, malgré la baisse des ventes de phosphates et dérivés, les exportations se sont accrues de 1,7%, tirées essentiellement par la progression des ventes de la construction automobile et de l'industrie alimentaire. Pour leur part, les recettes de voyages ont progressé de 4,5% et les transferts des MRE de 4,8%. Dans ces conditions et sous l'hypothèse d'une entrée annuelle de dons de 8 milliards de dirhams en 2016 et 2017, le compte courant devrait terminer l'année 2016 avec un déficit de 1,9% du PIB qui s'atténuerait davantage à 1,2% du PIB en 2017. Tenant compte également des flux nets d'IDE prévus en baisse, les réserves de change devraient continuer à se renforcer, bien qu'à un rythme moins rapide que prévu en juin, pour s'établir à l'équivalent de 7 mois et 6 jours d'importations de biens et services à fin 2016 et de 7 mois et 20 jours au terme de 2017.
11. S'agissant des conditions monétaires, la hausse en juin du taux de la réserve monétaire de 2% à 4% s'est traduite par un alignement du taux interbancaire sur le taux directeur et un ajustement des taux sur les différents marchés. Pour ce qui est des taux débiteurs, suite à la réduction de 25 points de base du taux directeur en mars, le taux moyen global a accusé une baisse de 31 points de base au deuxième trimestre. Dans ce contexte, l'encours



du crédit bancaire au secteur non financier a poursuivi son amélioration, avec un accroissement de 3,2% à fin juillet, résultat essentiellement de la relative reprise des prêts aux entreprises. Tenant compte de ces évolutions et de la légère révision de la croissance non agricole, sa prévision a été légèrement ajustée à la hausse de 0,3 point à 3% pour 2016 et maintenue inchangée à 4% pour 2017. Quant au taux de change effectif nominal, il s'est déprécié en glissement trimestriel de 0,61% au deuxième trimestre reflétant notamment une baisse de la valeur de la monnaie nationale face à l'euro. Tenant compte d'une inflation au Maroc globalement inférieure à celle des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel est ressorti en dépréciation de 0,78%. Pour l'ensemble de l'année 2016, il devrait s'apprécier de 1,4% avant de se déprécier légèrement de 0,4% en 2017.

12. Sur le plan des finances publiques, l'ajustement budgétaire se poursuit. L'exécution budgétaire sur les huit premiers mois de l'année s'est soldée par un alourdissement de 5,2% des dépenses globales, résultat en grande partie de la hausse de l'investissement et des dépenses de biens et services. En revanche, la charge de compensation a accusé une baisse de 22,1% à 7,5 milliards, soit un taux d'exécution de 48,5% par rapport à la programmation de la loi de finances. Quant aux recettes, elles se sont améliorées de 5,8%, reflétant notamment des augmentations des recettes des impôts directs, de la TVA à l'importation et des TIC. Au total, le déficit budgétaire s'est quasiment stabilisé à 30,5 milliards et a été couvert principalement par des financements intérieurs. Il devrait s'établir à 3,8% du PIB au terme de 2016 et à 3,2% du PIB en 2017.

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du deuxième trimestre 2016, la croissance en glissement annuel a ralenti de 1,7% à 1,6% dans la zone euro, en liaison avec la décélération de la demande intérieure, et de 1,6% à 1,2% aux Etats-Unis, impactée principalement par la baisse de l'investissement, notamment résidentiel. En revanche, elle s'est consolidée de 0,1% à 0,8% au Japon et de 2% à 2,2% au Royaume-Uni traduisant notamment le rebondissement de la production industrielle. Au niveau des principaux pays émergents, le rythme de progression de l'activité en Chine s'est stabilisé à 6,7%, a décéléré à 7,3% après 7,4% en Inde et au Brésil, le PIB s'est contracté de 3,8%. Sur le marché du travail, le taux de chômage s'est stabilisé d'un mois à l'autre à 10,1% en juillet dans la zone euro et à 4,9% en août aux Etats-Unis.

Sur les marchés financiers, après les baisses importantes enregistrées en juin après les résultats du referendum sur le Brexit, les principaux indices boursiers des économies avancées étaient orientés à la hausse entre juillet et août, affichant des performances de 2,4% pour l'EUROSTOXX50, de 2,5% pour le FTSE 100, de 2,3% pour le NIKKEI 225 et de 1% pour le Dow Jones. Pour les économies émergentes, le MSCI a enregistré un accroissement de 4,9%, reflétant notamment des hausses de 5,9% de l'indice de la Chine et de 2,4% de celui de l'Inde. Sur les autres marchés, le taux de rendement des titres souverains à 10 ans a stagné pour l'Allemagne et la France et a augmenté pour les Etats-Unis et la Turquie alors qu'il a diminué pour les autres principaux pays émergents notamment la Chine, l'Inde et le Brésil. Sur le marché de change, l'euro s'est apprécié par rapport aux monnaies des principaux pays avancés à l'exception du Yen japonais avec notamment des hausses de 1,4% par rapport au dollar et de 1,7% contre la livre sterling. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, elles se sont globalement appréciées par rapport au dollar, avec des taux de 2,3% pour le real brésilien, de 0,5% pour le yuan chinois et de 0,4% pour la livre turque. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme de progression en glissement annuel a enregistré aux Etats-Unis une légère baisse de 7,6% en juillet à 7,5% en août, alors qu'il a progressé de 1,2% en juin à 1,3% en juillet dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, le prix du Brent a enregistré une légère hausse en glissement mensuel de 1% en août pour s'établir à 47,1 dollars le baril, mais sa moyenne sur les 8 premiers mois de l'année ressort en baisse de 26,3% par rapport à la même période de 2015. Pour les prix hors énergie, l'indice Dow Jones a enregistré une hausse de 7,9% traduisant notamment une augmentation des prix des produits agricoles. En ce qui concerne le phosphate, les prix ressortent en baisse en glissement annuel de 3,5% pour le brut, de 26,7% pour le DAP et de 25,5% pour le TSP.

Dans ces conditions, l'inflation est restée faible dans la plupart des pays avancés. Elle est revenue de 1% en juin à 0,8% en juillet aux Etats-Unis, et dans la zone euro, l'estimation d'Eurostat pour le mois d'août fait ressortir une stagnation à 0,2%.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la Banque d'Angleterre a maintenu inchangé son taux directeur à 0,25% en septembre, après l'avoir abaissé de 25 points de base lors de sa réunion précédente, et a décidé de poursuivre la mise en œuvre des mesures annoncées en août, dans l'objectif de soutenir davantage la croissance et d'assurer un retour soutenable de l'inflation vers sa cible. Elle a ajouté que l'impact de ces mesures



a été plus important que prévu sur les prix des actifs. Pour leur part, la FED a gardé en septembre inchangée la fourchette cible des taux des fonds fédéraux de 0,25% à 0,5% et la BCE a indiqué, à l'issue de sa réunion du mois de septembre, qu'elle maintiendra inchangé son taux directeur et son programme de rachat des titres, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'inflation vers sa cible.

Au plan national, les données à fin août 2016 font ressortir un creusement du déficit commercial de 13,9 milliards de dirhams, ramenant le taux de couverture de 57,6% à 55%. Cette évolution est attribuable à l'accroissement de 16,3 milliards de dirhams ou de 6,5% des importations, en relation avec la hausse de 22,5% des achats de biens d'équipement. En revanche, la facture énergétique s'est contractée de 25,1% à 34,7 milliards de dirhams. En parallèle, et en dépit de la baisse de 12,5% des ventes des phosphates et dérivées, les exportations ont augmenté de 2,4 milliards ou de 1,7% des exportations, résultat essentiellement de la hausse de 24,7% des ventes de la construction automobile. Pour les autres composantes du compte courant, les transferts des MRE se sont accrus de 4,8% et les recettes voyages de 4,5%. Tenant compte également de l'évolution des opérations financières, notamment la baisse de 36,6% des flux nets au titre des IDE, les réserves de change ont augmenté de 18,2% en glissement annuel à 248,7 milliards à fin août, soit l'équivalent de 7 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

Pour ce qui est de la liquidité bancaire, après s'être établi à 6,7 milliards au deuxième trimestre, le besoin des banques a atteint 21 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire en juillet et août, en relation avec la décision du Conseil de la Banque de relever le taux de la réserve obligatoire de 2% à 4% ainsi qu'avec la hausse saisonnière de la circulation fiduciaire. Bank-Al Maghrib a ainsi augmenté le volume de ses injections à 21,8 milliards, dont 16,4 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. Dans ces conditions, et après une détente durant le deuxième trimestre suite à la décision du Conseil de la Banque en mars d'abaisser le taux directeur, les taux ont connu un ajustement à la hausse sur les différents marchés entre juillet et août. En outre, les conditions monétaires ont été caractérisées, au cours du deuxième trimestre, par une dépréciation du taux de change effectif réel du dirham et une légère accélération du rythme de progression du crédit au secteur non financier reflétant notamment l'amélioration des prêts aux entreprises. Toutefois, le rythme de croissance de l'agrégat M3 s'est stabilisé à 5,1% en lien avec la décélération du rythme d'accroissement des réserves internationales nettes ainsi qu'une accentuation de la baisse des créances nettes sur l'administration centrale.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire s'est établi à 30,5 milliards à fin août 2016, en baisse de 0,8% par rapport à la même période de 2015. Les dépenses globales se sont alourdies de 5,2%, reflétant notamment l'augmentation de 15,6% des investissements et de 4,8% des dépenses de biens et services, alors que la charge de compensation s'est allégée de 22,1%. En parallèle, les recettes ordinaires ont progressé de 5,8%, reflétant principalement l'accroissement de 6,3% des recettes fiscales, et les dons CCG ont atteint 2,7 milliards contre 1,3 milliard à fin août 2015. Tenant compte également d'un solde positif de 5,6 milliards des comptes spéciaux du Trésor, le déficit de caisse s'est établi à 30,5 milliards, en allègement de 8,9 milliards par rapport à la même période de 2015. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 28,1 milliards et par un flux net extérieur de 2,4 milliards. La dette publique directe aurait augmenté ainsi de 2,2% par rapport à son niveau à fin 2015, avec des hausses des encours aussi bien de la dette intérieure qu'extérieure.

Concernant les comptes nationaux, les données relatives au premier trimestre 2016 indiquent une hausse du PIB de 1,7% après 5,1% au quatrième trimestre de 2015. Cette décélération s'explique aussi bien par une baisse de la valeur ajoutée agricole de 9%, après une hausse de 9,6%, que par un ralentissement du PIB non agricole de 4,5% à 3,1%, avec notamment un ralentissement de la croissance de la valeur ajoutée de 5,3% à 2,9% pour l'industrie manufacturière et de 3% à 2,3% pour le BTP. Du côté de la demande, la contribution des exportations nettes ressort négative à -1,6 points de pourcentage après une contribution positive durant les sept derniers trimestres et le rythme de croissance de la consommation des ménages a ralenti de 2,9% à 2,7%. En revanche, l'investissement a rebondi de 5,0% après un léger recul de 0,7% un trimestre auparavant.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a accusé une perte de 26 mille emplois au deuxième trimestre 2016, reflétant une baisse de 175 mille emplois dans le secteur agricole. En revanche, dans les secteurs non agricoles, les services ont créé 70 milles postes, le BTP 41 mille postes et l'industrie, y compris l'artisanat 38 mille postes. Tenant compte d'un repli sensible de 0,8 point de pourcentage du taux d'activité à 47,2%, le taux de chômage a légèrement baissé de 8,7% à 8,6% au niveau national.

Sur le marché des actifs, l'indice des prix des actifs immobiliers a quasiment stagné au deuxième trimestre, la progression mensuelle de 2,7% des prix du foncier ayant été compensée par les diminutions de 1,1% des biens résidentiels et de 0,6% des locaux commerciaux. En parallèle, les transactions ont augmenté de 1% reflétant principalement l'accroissement de 3,7% de celles portant sur les biens résidentiels, alors que les ventes de terrains et d'actifs à usage professionnel ont reculé de 1,9% et 14,4% respectivement. Au niveau du marché boursier, après une hausse de 4% en juillet, le MASI a légèrement reculé en août de 0,2% et sa performance depuis le début de l'année est ressortie ainsi à 10,5%. Quant au volume des transactions, il s'est établi à 1,3 milliard de dirhams à fin août, après avoir atteint 21,2 milliards de dirhams en juillet, en liaison avec certaines opérations particulières, notamment l'introduction de MARS MAROC et l'augmentation de capital de Lafarge Holcim.

L'inflation, mesurée par la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation, s'est située à 1,6% en juillet et août après 1,9% en moyenne au deuxième trimestre, reflétant l'atténuation de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils et dans une moindre mesure la dissipation de l'effet des augmentations précédentes des tarifs de certains produits réglementés. Quant à l'inflation sous-jacente, tout en restant à un niveau relativement modéré, elle a augmenté de 0,5% au deuxième trimestre à 0,8% en juillet et à 0,7% en août, en relation avec le renchérissement de certains produits alimentaires de base.

En termes de perspectives, la reprise de la croissance mondiale devrait se poursuivre mais à un rythme plus lent qu'initialement prévu. Dans la zone euro, les mesures d'assouplissement quantitatif devraient continuer à soutenir l'activité en 2016, la prévision de la croissance ayant été portée de 1,6% à 1,7%. En 2017, les incertitudes autour des modalités du Brexit devraient légèrement impacter la croissance dont la prévision a été révisée de 1,9% à 1,8%. Aux Etats-Unis, la normalisation de la politique monétaire et l'appréciation du Dollar devraient peser à moyen terme sur l'activité. La croissance devrait ainsi s'établir à 1,5% en 2016, au lieu de 1,8% prévue en juin, et à 2,3% en 2017, au lieu de 2,4%. En Chine, les perspectives de croissance demeurent inchangées avec des taux de 6,7% en 2016 et 6,3% en 2017.



Pour ce qui est du marché du travail, les dernières prévisions du FMI datant du mois d'avril indiquent une poursuite de l'amélioration de la situation aux Etats-Unis, avec un taux de chômage revenant à 4,9% en 2016 et à 4,8% en 2017. Dans la zone euro, bien que demeurant à des niveaux élevés, le taux de chômage continuerait à reculer pour se situer à 10,3% en 2016 et à 9,9% en 2017. En particulier, pour les principaux pays partenaires du Maroc, ce taux s'élèverait en 2016 à 10,1% en France, à 19,7% en Espagne et à 11,4% en Italie.

Sur les marchés des matières premières, les cours des produits énergétiques devraient continuer à évoluer à des niveaux relativement bas, le prix du Brent se situerait à 42,4\$/bl en 2016 contre 40,9 \$/baril prévu en juin et à 45,4\$/bl en 2017 au lieu de 48,1 \$/baril. Concernant les phosphates et dérivés, les prévisions des prix ont été abaissées pour 2016 de 2 \$/mt pour le phosphate roche, de 5 \$/mt pour DAP et de 10 \$/mt pour TSP.

Dans ce contexte, et sous l'effet également de l'amélioration de la croissance à court terme, l'inflation dans la zone euro a été revue à 0,2% en 2016 au lieu de 0,1% prévue en juin. Elle devrait ensuite converger graduellement vers la cible de 2%, s'établissant à 1,5% en 2017 et à 1,6% en 2018. Aux Etats-Unis, l'inflation se situerait 1,2% en 2016 et devrait avoisiner 2% en 2017.

Au niveau national, au regard de la légère amélioration prévue à court terme de la demande étrangère et d'une moindre appréciation du taux de change, la prévision des exportations de biens a été révisée à la hausse en 2016. En revanche, elles devraient progresser en 2017 à un rythme moindre que prévu en juin, résultat notamment d'une reprise plus lente de la demande étrangère. En parallèle, les importations de biens devraient enregistrer en 2016 une progression plus rapide que prévue en juin, tirée principalement par la hausse des acquisitions des biens d'équipement. Elles devraient ralentir à 1,0% en 2017, avec en particulier une diminution de la facture énergétique suite à la révision à la baisse du prix du pétrole. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'une entrée annuelle en dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards en 2016 et en 2017, au lieu de 10 et 8 milliards respectivement retenues en juin, la prévision du déficit du compte courant a été ajustée à la baisse à 1,9% du PIB en 2016 et à 1,2% en 2017. Dans ces conditions, la prévision des réserves internationales ressort à 7 mois et 6 jours d'importations de biens et services en 2016 et à 7 mois et 20 jours en 2017.

Tenant compte de la hausse du taux de la réserve monétaire de 2% à 4%, et de la révision de la prévision des réserves de change, la situation de la liquidité bancaire devrait ressortir déficitaire à fin 2016 avant de devenir excédentaire au terme de 2017. Quant au crédit bancaire, son orientation à moyen terme ne devrait pas connaître de changement significatif par rapport aux prévisions de juin. La prévision du crédit au secteur non financier a été légèrement revue à la hausse à 3% en 2016 pour tenir compte des données récentes et de la légère révision à la hausse de la croissance non agricole, et a été maintenue inchangée à 4% en 2017. En ce qui concerne la masse monétaire, sa progression devrait s'établir à 5% en 2016 et à 5,6% en 2017.

Au niveau des finances publiques, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme. La prévision du déficit budgétaire a été maintenue inchangée à 3,8% du PIB, avec toutefois une révision à la hausse des recettes fiscales, compensée par une correction à la baisse des rentrées en dons en provenance des pays du CCG à 8 milliards et une augmentation de la cotisation patronale, induite par la mise en œuvre de la réforme des retraites. En 2017, le déficit budgétaire a été légèrement révisé à la baisse de 0,1 point à 3,2% du PIB, résultat d'un ajustement de la masse salariale et des dépenses de compensation



La croissance nationale en 2016 devrait s'établir, selon nos projections, à 1,4% au lieu de 1,2% retenue en juin, suite à l'augmentation de 0,1 point de pourcentage à 2,9% de la croissance du PIB non agricole, la baisse prévue de la valeur ajoutée agricole étant maintenue inchangée à 9%. Ces changements s'expliquent par l'importante révision par le HCP du profil trimestriel des comptes nationaux au titre de l'année 2015 ainsi que par la progression plus importante que prévue de l'investissement au titre du premier trimestre 2016. En 2017, la croissance devrait s'établir à 4%, rythme inchangé par rapport à juin, tirant profit du retour prévu à une campagne agricole normale, d'une politique monétaire accommodante et d'une relative amélioration de l'activité de la zone euro par rapport à 2016.

Dans ce contexte, l'inflation devrait s'établir à 1,6% en 2016, prévision inchangée par rapport à celle communiquée en juin avec toutefois une révision à la hausse de l'inflation sous-jacente, en liaison notamment avec la hausse des prix internationaux de certains produits alimentaires de base et l'amélioration de la demande intérieure, compensée par la dissipation plus rapide que prévue des effets de la hausse des prix des produits à prix volatils. En 2017, la prévision de l'inflation a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage à 1,2%, sous l'effet de l'amélioration prévue de la demande intérieure et de la révision à la hausse des prix des produits alimentaires de base.

Les prévisions établies demeurent entourées de plusieurs risques avec une balance des risques orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. Les incertitudes concernent les modalités de sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne, qui pourraient impacter à la baisse la demande étrangère adressée au Maroc. En outre, le renversement de l'orientation à moyen terme des cours mondiaux des produits énergétiques et la volatilité de la production agricole constituent un risque pour la croissance nationale en 2017.

Concernant l'inflation, un rythme de progression plus important que prévu des prix des produits alimentaires de base pourrait l'impacter à la hausse. De même, un niveau plus élevé que prévu des cours de pétrole et une augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social sont de nature à engendrer des niveaux d'inflation à moyen terme supérieurs à ceux retenus dans le scénario central de prévision.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les données des comptes nationaux du deuxième trimestre 2016 montrent que la croissance a ralenti dans la zone euro et aux Etats-Unis et s'est améliorée au Royaume-Uni et au Japon, en glissement annuel. Dans les principales économies émergentes, elle s'est stabilisée en Chine, alors qu'elle a ralenti en Inde. Sur le marché de l'emploi, les données du mois d'août montrent une stagnation du taux de chômage à 4,9% aux Etats-Unis, et celles de juillet une stabilisation de ce taux à 10,1% dans la zone euro. Quant aux marchés financiers, leur évolution au mois d'août a été marquée par une hausse des principaux indices boursiers et des évolutions divergentes des taux de rendement souverains des pays avancés et émergents. Pour ce qui est des cours des matières premières, ils sont restés au cours du mois d'août à des niveaux relativement bas, avec une baisse de l'indice des produits énergétiques et des hausses des indices des produits agricoles et des métaux de base, en glissement annuel. Dans ce contexte, l'inflation est demeurée à des niveaux très faibles dans la plupart des pays avancés, particulièrement dans la zone euro. Au total, ces évolutions laissent indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

En glissement annuel, la croissance a légèrement reculé dans la zone euro au deuxième trimestre 2016 à 1,6% après 1,7% le trimestre précédent, en liaison avec la décélération de la demande intérieure. Par pays, à l'exception de la France où elle a stagné à 1,4%, la croissance a enregistré un recul de 1,8% à 1,7% en Allemagne, de 3,4% à 3,2% en Espagne et de 1% à 0,8% en Italie. En revanche, au Royaume-Uni, elle s'est consolidée passant de 2% à 2,2%, en liaison notamment avec le rebondissement de la production industrielle.

Aux Etats-Unis, la croissance a enregistré un net ralentissement de 1,6% à 1,2%, reflétant principalement avec la baisse de l'investissement, notamment résidentiel. A l'inverse elle s'est améliorée au Japon, passant de 0,1% à 0,8%.

Au niveau des pays émergents et en développement, la croissance en Chine est restée stable à 6,7% au deuxième trimestre 2016, alors qu'en Inde elle a ralenti de 7,4% à 7,3%. Au Brésil et en Russie, la récession s'est poursuivie, avec toutefois des atténuations des contractions du PIB à -3,8% au deuxième trimestre pour le Brésil et à -3,7% au titre du troisième trimestre

2015 pour la Russie contre respectivement -5,4% et -3,8% un trimestre auparavant.

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

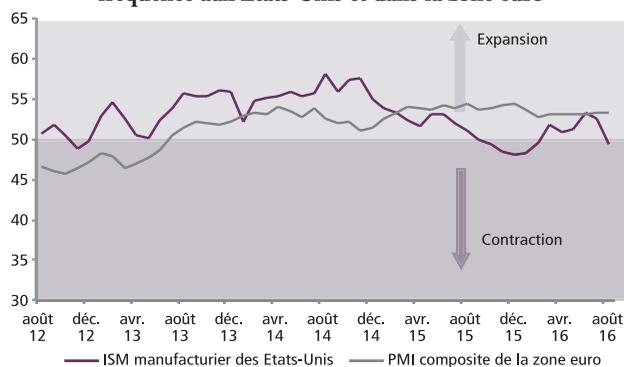
	2014		2015				2016	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Pays avancés								
Etats-Unis	2,9	2,5	3,3	3,0	2,2	1,9	1,6	1,2
Zone euro	0,8	1,0	1,3	1,6	1,6	1,7	1,7	1,6
France	0,7	0,7	1,3	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4
Allemagne	1,2	1,6	1,1	1,8	1,7	1,3	1,8	1,7
Italie	-0,4	-0,4	0,1	0,5	0,8	1,1	1,0	0,8
Espagne	1,7	2,1	2,7	3,2	3,4	3,5	3,4	3,2
Royaume-Uni	3,1	3,5	2,9	2,4	2,0	1,8	2,0	2,2
Japon	-1,5	-0,9	-0,9	0,7	1,8	0,8	0,1	0,8
Pays émergents								
Chine	7,1	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8	6,7	6,7
Inde	8,1	6,7	6,2	7,2	7,3	6,9	7,4	7,3
Brésil	-1,1	-0,7	-2,0	-3,0	-4,5	-5,9	-5,4	-3,8
Turquie	2,3	3,0	2,5	4,0	4,7	4,7	4,4	N.D
Russie	0,3	-0,8	-2,1	-3,8	-3,7	N.D	N.D	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon.

Les indicateurs à haute fréquence pour le mois d'août 2016 laissent indiquer une légère amélioration de l'activité dans la zone euro, l'indice PMI composite

s'étant établi à 53,3 points après 53,2 en juillet. Aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier a enregistré une baisse à 49,4 points en août contre 52,6 points le mois précédent.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Les données du mois d'août montrent une stabilisation d'un mois à l'autre du taux de chômage à 4,9% aux Etats-Unis, avec des créations d'emplois de 151.000 postes contre 275.000 en juillet. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé en juillet à 10,1% par rapport à juin. Par pays, il a augmenté de 10,1% à 10,3% en France et a baissé de 4,3% à 4,2% en Allemagne, de 11,6% à 11,4% en Italie et de 19,9% à 19,6% en Espagne. Au Royaume-Uni, les chiffres de mai indiquent un taux de chômage à 5% contre 4,9% le mois précédent.

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

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

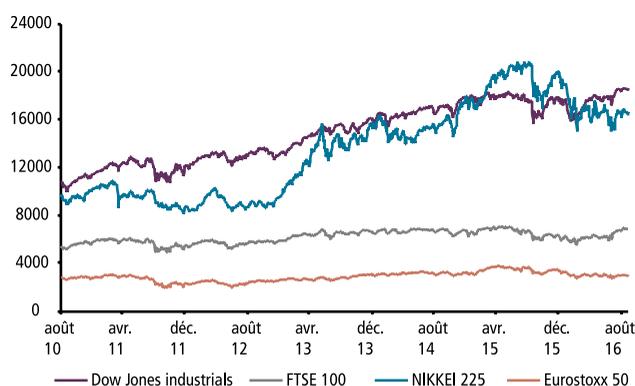
Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées et émergentes sont ressortis

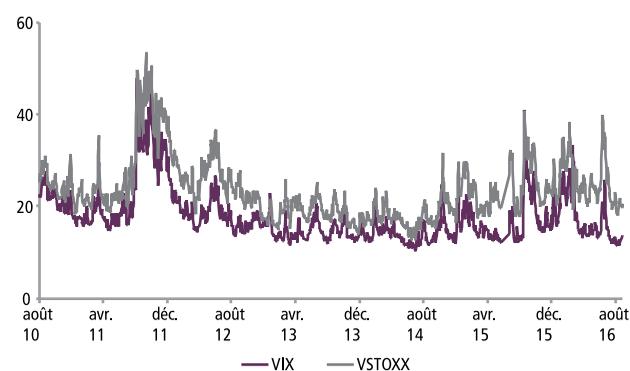
en hausse entre juillet et août. Ainsi, l'EUROSTOXX50 a augmenté de 2,4%, le FTSE 100 de 2,5%, le NIKKEI 225 de 2,3% et le Dow Jones de 1%. En termes de volatilité, le VSTOXX est revenu de 22,4 à 20,1 points de base et le VIX de 13,2 à 12,3 points de base. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré un accroissement de 4,9%, recouvrant à la fois des hausses de 5,9% de l'indice de la Chine et de 2,4% de celui de l'Inde, et une stagnation de celui de la Turquie.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



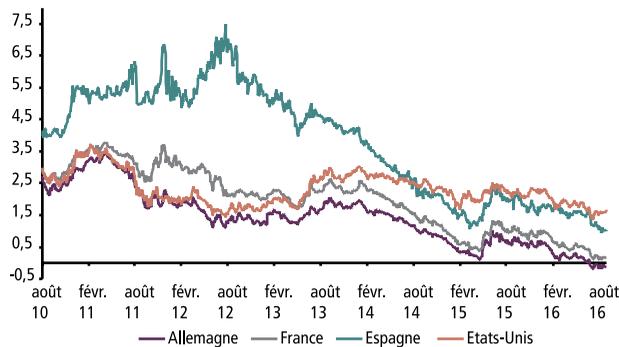
Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans dans les économies avancées a enregistré entre juillet et août des évolutions divergentes selon les pays. Il a augmenté de 8% à 8,2% pour la Grèce et a diminué de 1,2% à 1% pour l'Espagne, de 1,2% à 1,1% pour l'Italie et de 3,1% à 2,9% pour le Portugal. Ce taux a stagné à -0,1% pour l'Allemagne et

à 0,2% pour la France. Pour sa part, le taux américain s'est légèrement accru, passant de 1,5% à 1,6%.

S'agissant des principales économies émergentes, à l'exception de la Turquie où il a augmenté de 9,3% à 9,5%, le taux de rendement à 10 ans a baissé de 12% à 11,9% pour le Brésil, de 7,3% à 7,1% pour l'Inde et de 2,8% à 2,7% pour la Chine.

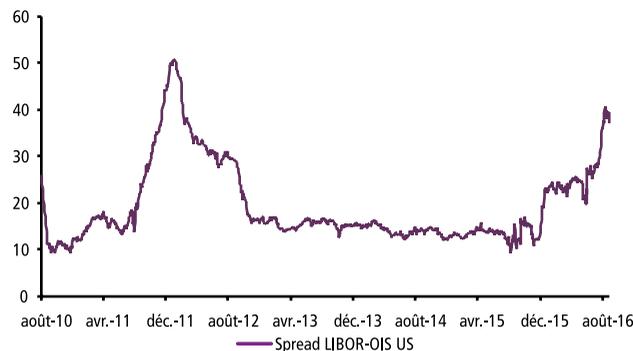
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

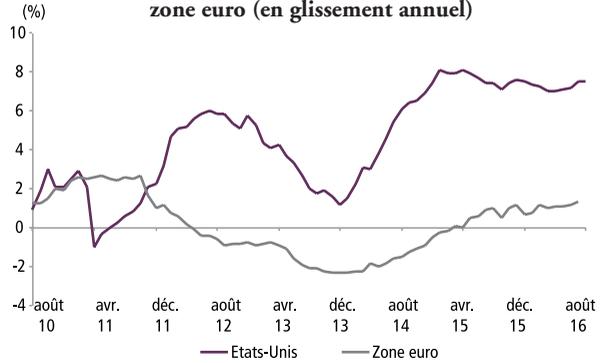
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est établi à -0,30% en août contre -0,29% le mois précédent, tandis que le Libor de même maturité a progressé de 0,70% à 0,81%. Le spread Libor-OIS dollar, quant à lui, a augmenté de 29,7 à 38,5 points de base. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré aux Etats-Unis une légère baisse de 7,6% en juillet à 7,5% en août, alors qu'il a progressé de 1,2% en juin à 1,3% en juillet dans la zone euro.

Graphique 1.5: Evolution du Spread Libor-OIS



Source : Thomson Reuters Eikon.

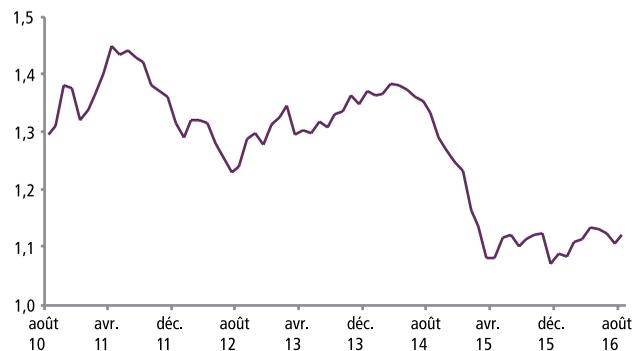
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié entre juillet et août de 1,4% par rapport au dollar pour s'établir à 1,12 dollar, et de 1,7% contre la livre sterling. En revanche, il s'est déprécié de 1,6% vis-à-vis du yen japonais. Quant aux évolutions des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est apprécié de 2,3%, la livre turque et la roupie indienne de 0,4% chacun et le yuan chinois de 0,5%.

Graphique 1.7 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Dans ce contexte, les Banques centrales des principaux pays avancés ont maintenu inchangé leurs taux. La Banque d'Angleterre a décidé le 15 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur à 0,25%, et de poursuivre son programme d'achats d'obligations notées « investment-grade » d'entreprises non financières britanniques d'un montant de 10 milliards de livres sterling, son programme d'achat d'obligation d'Etat à hauteur de 60 milliards de livres sterling, portant

ainsi le montant total du stock de ses achats d'actifs à 435 milliards de livres sterling. Elle a également indiqué que si les prévisions de novembre prochain ressortent globalement cohérentes avec celles d'août, une majorité des membres de son Comité prévoit de soutenir une nouvelle baisse du taux directeur lors de l'une de ses prochaines réunions d'ici la fin de l'année.

Pour sa part, la BCE a décidé le 8 septembre de maintenir inchangé son taux directeur à 0%, tout en réitérant que l'ensemble de ses taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour ses achats d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, la BCE a confirmé que les achats mensuels d'actifs à hauteur de 80 milliards d'euros devraient être réalisés jusqu'à fin mars 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. De même, la FED a décidé, le 21 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur dans une fourchette allant de 0,25% à 0,5%. Elle estime que les conditions d'une augmentation du taux des fonds fédéraux se sont renforcées mais a décidé d'attendre davantage de signes sur la poursuite des progrès vers ses objectifs d'inflation et d'emploi. La FED a également rappelé que le timing et l'ampleur des futurs ajustements de cette fourchette dépendront de son évaluation des conditions économiques effectives et attendues en rapport avec ses deux objectifs d'un emploi maximum et d'une inflation à 2%.

Au niveau des pays émergents, la Banque centrale de Russie a décidé le 16 septembre de baisser son taux directeur de 10,5% à 10%, compte tenu du ralentissement de l'inflation, en ligne avec les prévisions, de la diminution des anticipations d'inflation et de l'instabilité de l'activité économique. Pour leur part, la Banque centrale du Brésil a maintenu le 31 août son taux directeur à 14,25%, tout comme la Banque centrale d'Inde qui a gardé le 9 août son taux directeur inchangé

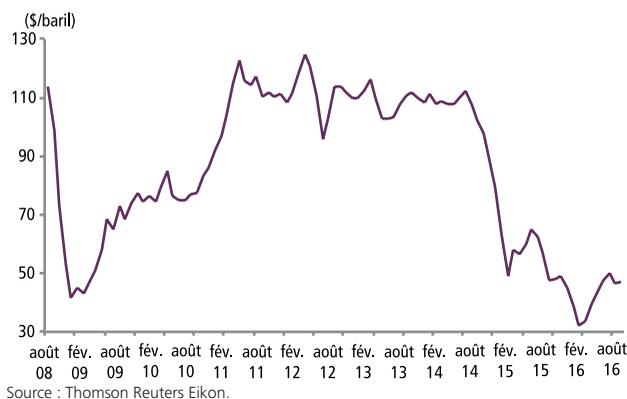
à 6,5%, en indiquant que c'est une décision appropriée au vu de la configuration actuelle des risques.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Au cours du mois d'août, le prix moyen du Brent a enregistré une hausse de 1%, s'établissant en moyenne à 47,1 dollars le baril après 46,6 dollars en juillet. Cette évolution est liée, en particulier, à la publication des données hebdomadaires par le département américain de l'énergie faisant état d'une chute des stocks aux Etats-Unis, ainsi qu'à une éventuelle initiative au sein de l'OPEP, visant à réduire l'offre excédentaire de pétrole sur le marché. En glissement annuel, le cours du Brent ressort en recul de 1%.

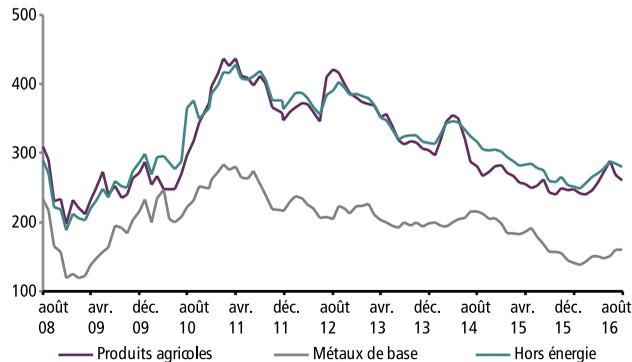
Graphique 1.8 : Cours mondial du Brent en dollar



1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Pour les produits hors énergie, leurs prix ont enregistré une hausse en glissement annuel, l'indice Dow Jones-UBS y afférent ayant augmenté de 7,9%. Cette évolution reflète un accroissement de 7,4% des cours des produits agricoles et une hausse de 2,4% de l'indice des prix des métaux de base.

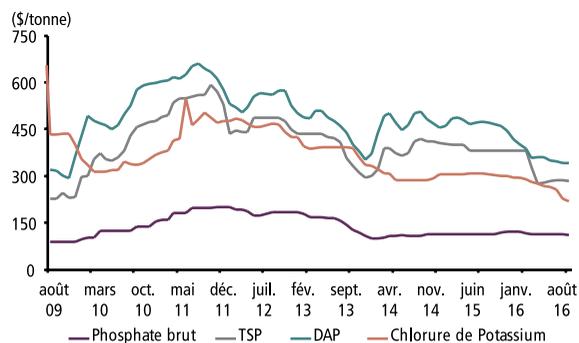
Graphique 1.9 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (2006=100)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Pour le phosphate et dérivés en particulier, le prix du brut et celui du Chlorure de Potassium ont accusé, entre juillet et août, un recul de 3,5% chacun. De même, les cours du DAP et du TSP ont diminué de 0,3% et 0,7% respectivement. En revanche, le prix de l'urée a enregistré une hausse de 2,8% d'un mois à l'autre. En glissement annuel, le cours ressort en baisse de 33,3% pour l'Urée, de 27,4% pour le Chlorure de Potassium, de 26,7% pour le DAP, de 25,5% pour le TSP et de 3,5% pour le phosphate brut. S'agissant du cours du blé dur, il a connu d'un mois à l'autre un recul de 1,2%, et est ressorti en forte baisse de 16,7% en glissement annuel.

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

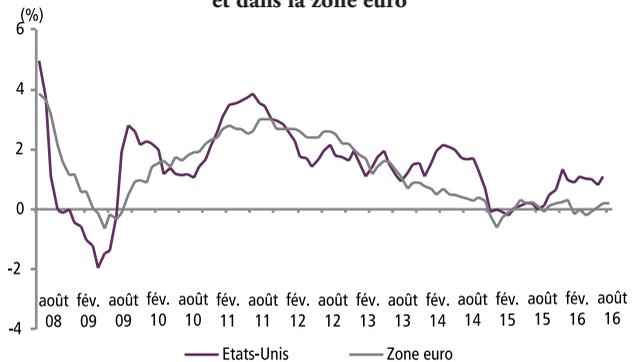


Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation dans le monde

Au cours du mois d'août, l'inflation a enregistré une hausse de 0,8% à 1,1% aux Etats-Unis et est demeurée inchangée à 0,6% au Royaume-Uni. Au Japon, les dernières données disponibles demeurent celles de juillet et font état d'une légère accentuation de la baisse des prix à la consommation de 0,3% à 0,5%. Dans la zone euro, l'estimation d'Eurostat pour le mois d'août fait état d'une stagnation du taux d'inflation à 0,2%, avec une baisse de 0,4% à 0,3% en Allemagne, des hausses de -0,2% à 0% en Italie et de -0,6% à -0,1% en Espagne et, enfin, une stagnation à 0,4% en France.

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



Source : Eurostat.

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

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

	2014	2015	2015/2016		
			juin	juil.	août
Etats-Unis	1,6	0,1	1,0	0,8	1,1
Zone Euro	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2
Allemagne	0,8	0,2	0,2	0,4	0,3
France	0,6	0,1	0,3	0,4	0,4
Espagne	-0,2	-0,4	-0,8	-0,6	-0,1
Italie	0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0
Royaume-Uni	1,5	0,1	0,5	0,6	0,6
Japon	2,7	0,7	-0,3	-0,5	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin juillet 2016, en dépit d'une baisse de 7,6% des ventes des phosphates et dérivées, les exportations ont enregistré une hausse de 2,9%, reflétant essentiellement une progression de 29,4% des ventes de la construction automobile. De leur côté, les importations ont enregistré un accroissement de 4,9%, traduisant en grande partie une augmentation de 21,8% des achats des biens d'équipement, alors que la facture énergétique s'est contractée de 29,9%. Dans ces conditions, le solde commercial s'est creusé de 7,3 milliards, ramenant ainsi le taux de couverture de 56,9% à 55,8%. Pour les autres composantes du compte courant, les transferts des MRE et les recettes voyages ont enregistré des accroissements respectifs de 2,5% et 3,1%. Dans ces conditions et en dépit d'un recul de 34,9% des flux nets au titre d'IDE, les réserves de change se sont renforcées de 21,8% à 243,2 milliards à fin juillet, soit l'équivalent de 7 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

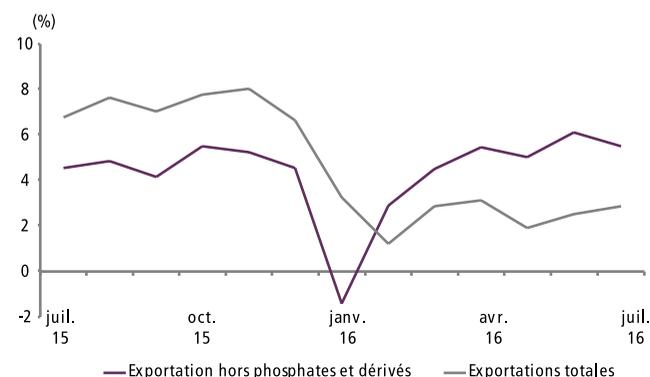
2.1 Evolution de la balance commerciale

2.1.1 Evolution des exportations

A fin juillet 2016, les indicateurs des échanges extérieurs indiquent un accroissement de 2,9% des exportations à 130,9 milliards de dirhams, traduisant essentiellement une hausse de 29,4% des ventes de la construction automobile à 17,2 milliards de dirhams. De même, les exportations du secteur agricole et agro-alimentaire se sont accrues de 7,7% s'établissant à 28,4 milliards, tirées principalement par l'augmentation des ventes de l'industrie alimentaire de 9,1%. Celles du secteur de textile et cuir ont progressé de 5% à 21 milliards, résultat essentiellement d'une hausse de 8,8% des livraisons de vêtements confectionnés.

En revanche, les ventes des phosphates et dérivés ont affiché une baisse de 7,6% à 23,4 milliards de dirhams, avec des replis pour le phosphate brut de 19,7% en valeur et de 4,4% en quantités. Pour leur part, les ventes des dérivés de phosphates ont baissé de 4,4%, en dépit d'une augmentation de 31,4% des volumes expédiés.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations, (cumul en glissement annuel)

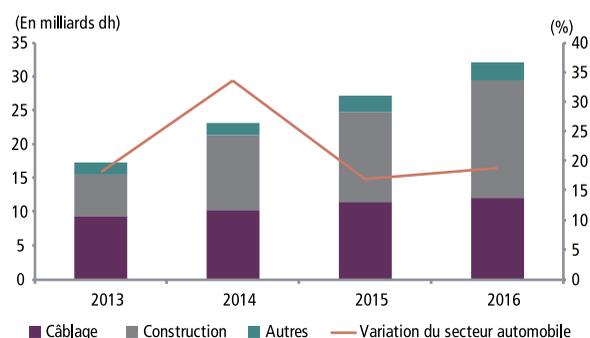


Source : Office des changes.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations de phosphates et dérivés(en glissement annuel, en %)

	juil. 2016/juil. 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	-19,7	-4,4	-16,0
Engrais naturels et chimiques	8,3	46,7	-26,2
Acide phosphorique	-20,3	-2,2	-18,5

Source : Office des changes.

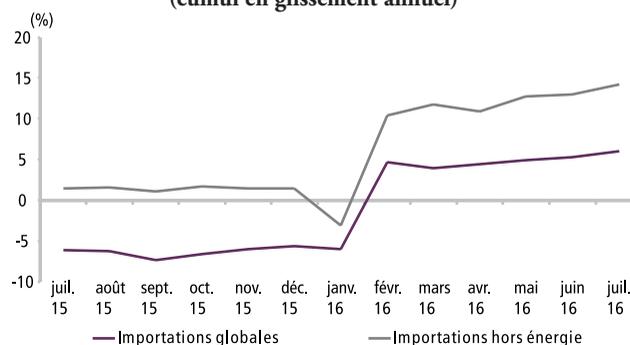
Graphique 2.2 : Évolution des exportations du secteur automobile janvier-juillet 2016

Source : Office des changes.

2.1.2 Evolution des importations

Pour ce qui est des importations, elles ont enregistré une hausse de 4,9% de dirhams à 234,6 milliards de dirhams, traduisant pour l'essentiel une progression de 21,8% ou 11,9 milliards de dirhams des acquisitions de biens d'équipements, avec en particulier des hausses de 1,9 milliard pour les achats des véhicules et matériels pour voies ferrées, de 1,7 milliard pour les parties et pièces détachées pour véhicules industriels et de 1,6 milliard pour les chaudières, turbines et leurs parties. De même les achats de biens de consommation ont augmenté de 15,3%, suite principalement à la hausse de 45% des importations de voitures de tourisme.

De même, les acquisitions des demi-produits ont progressé de 7,2%, tirées essentiellement par l'importante progression des achats d'accessoires de tuyauterie. Les achats des produits alimentaires ont augmenté de 15,5% à 26,2 milliards, avec en particulier un accroissement de 21,2% des acquisitions de blé. A l'inverse, la facture énergétique a diminué de 29,9%, sous l'effet principalement de la rupture d'importation de pétrole brut et de la baisse de 32,9% des importations de gaz de pétrole

Graphique 2.3 : Évolution des importations (cumul en glissement annuel)

Source : Office des changes

Tableau 2.2 : Evolution des principaux produits à l'import (en glissement annuel, en %)

	juil. 2016/juil. 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	21,2	55,3	-22,0
Gas-oils et fuel-oils	-6,6	41,0	-33,8
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-24,8	4,3	-27,9
Soufres bruts et non raffinés	-24,8	12,8	-33,3

Source : Office des changes.

En somme, le déficit commercial s'est creusé de 7,3 milliards de dirhams par rapport à la même période de 2015, s'établissant à 103,7 milliards, soit une baisse de 56,9% à 55,8% du taux de couverture.

2.2 Autres rubriques de la balance courante

Au niveau des services, bien qu'en décélération, les recettes voyages ont enregistré une augmentation de 3,1%. En parallèle, les dépenses au même titre ont maintenu leur rythme d'évolution à 5,3%. Pour leur part, les dépenses de transport ont légèrement augmenté de 0,4%, tandis que les recettes de même nature ont diminué de 7,4%.

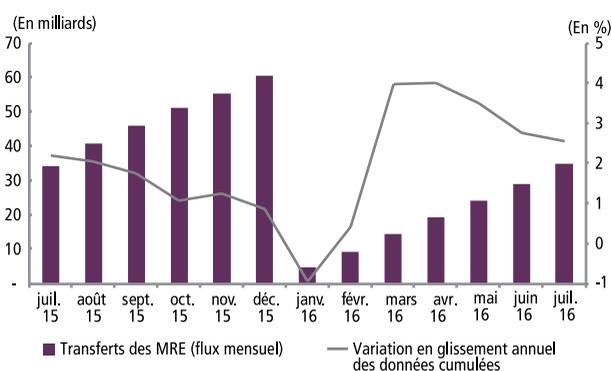
Dans ces conditions, les échanges de services ont dégagé un excédent de 34,4 milliards de dirhams en baisse de 3,1% par rapport à la même période de 2015.

Tableau 2.3 : Evolution de la balance de services

(En millions de DH)	Janvier-juil.		Evolution	
	2016	2015	Valeur	%
Importations	48 260	43 989	4 271	9,7
Service de transport	17 534	17 456	78	0,4
Voyages	7 905	7 506	399	5,3
Exportations	82 650	79 477	3173	4,0
Service de transport	14 447	15 603	-1156	-7,4
Voyages	32 790	31 804	986	3,1
Solde	34 390	35 488	-1098	-3,1

Source : Office des changes

Graphique 2.4 : Evolution des transferts MRE (cumul en glissement annuel)



Source : Office des changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations du compte financier, les recettes au titre des investissements directs étrangers ont diminué de 17,4%, à 19,7 milliards de dirhams et les dépenses de même nature sont passées de 4,9 milliards à 7,4 milliards de dirhams. Quant aux investissements directs des résidents à l'étranger, leur flux s'est chiffré à 1,7 milliard de dirhams à fin juillet 2016 contre 3,7 milliards de dirhams un an auparavant.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales s'est accru de 21,8% en glissement annuel à fin juillet, pour s'établir à 243,2 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 7 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre 2016, les conditions monétaires ont été marquées par une dépréciation du taux de change effectif réel et une détente globale des taux d'intérêt sur les différents marchés suite à la décision du Conseil de la Banque en mars d'abaisser le taux directeur. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, son rythme de progression a connu une légère accélération, reflétant notamment l'amélioration des prêts aux entreprises. Tenant compte également de la décélération du rythme d'accroissement des réserves internationales nettes et de l'accentuation de la baisse des créances nettes sur l'administration centrale, le taux d'accroissement de la masse monétaire s'est stabilisé à 5,1%. L'écart monétaire s'est ainsi maintenu à un niveau négatif, indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire.

Sur le marché immobilier, les prix se sont quasiment stabilisés et les ventes ont augmenté de 1% d'un trimestre à l'autre, après avoir baissé de 8,2% au premier trimestre. Sur le marché boursier, le MASI a enregistré une hausse moyenne de 1,9% entre juillet et août, portant ainsi sa performance à 10,5% sur les huit premiers mois de l'année. Quant au volume de transactions, après avoir atteint un montant de 21,2 milliards en juillet, en raison notamment de l'effet d'opérations particulières, il est revenu à 1,3 milliard au cours du mois d'août. Au total, les évolutions récentes ne laissent pas présager des pressions inflationnistes émanant des marchés des actifs.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du deuxième trimestre 2016, le besoin des banques en liquidités est revenu à 6,7 milliards en moyenne hebdomadaire, après 12,6 milliards de dirhams au premier trimestre, reflétant la poursuite du renforcement des réserves de change.

En juillet et août, ce besoin s'est établi à 21 milliards de dirhams, en relation avec la décision du Conseil de la Banque de relever le taux de la réserve obligatoire de 2% à 4% ainsi qu'avec la hausse saisonnière de la circulation fiduciaire.

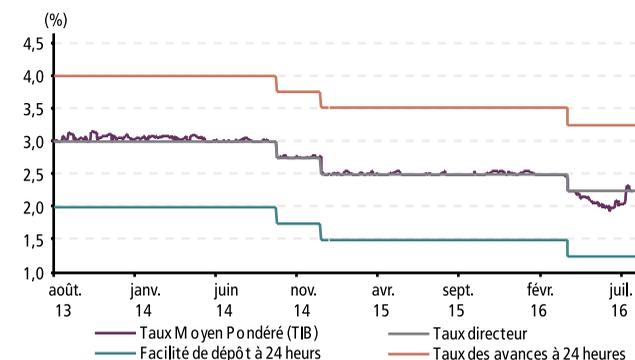
Ainsi, Bank Al-Maghrib a augmenté le volume de ses injections à 21,8 milliards, dont 16,4 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 4,5 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

Dans ces conditions, et après une détente durant le deuxième trimestre suite à la décision du Conseil de la Banque en mars d'abaisser le taux directeur, les taux ont connu un ajustement à la hausse sur les différents marchés entre juillet et août.

Sur le marché interbancaire, le taux moyen pondéré est passé de 2,09% au deuxième trimestre à 2,22% en moyenne en juillet et août s'alignant davantage sur le taux directeur.

En ce qui concerne les taux des bons du Trésor, ils se sont orientés à la hausse durant les mois de juillet et août aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

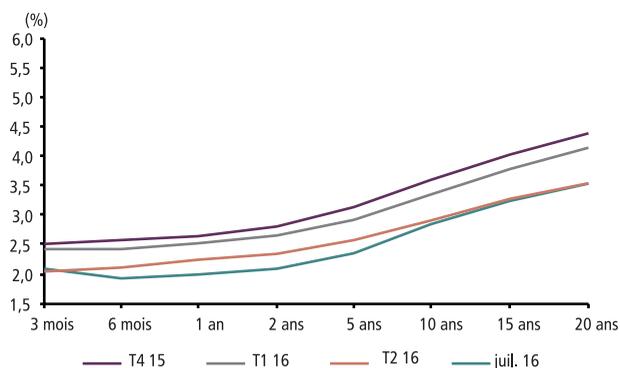


Source : BAM.

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

	2014		2015		2016		Juil.		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
52 semaines	3,14	2,83	2,53	2,67	2,60	2,60	2,57	1,93	2,24
2 ans	-	3,02	2,59	2,86	2,74	2,80	2,63	2,05	2,36
5 ans	3,80	3,33	2,98	3,24	3,17	3,14	2,92	2,30	2,60
10 ans	-	3,75	3,30	3,66	3,39	3,61	3,48	2,87	-
15 ans	-	4,30	3,89	4,07	4,06	4,05	3,77	3,60	-

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



Sur les autres marchés, les dernières données indiquent que les taux des émissions des certificats de dépôt ont poursuivi leur baisse et le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a baissé de 18 points de base à 3,36%. Le taux des dépôts à 6 mois a reculé de 13 points de base et celui des dépôts à un an de 12 points. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques a de nouveau reculé au cours du deuxième trimestre.

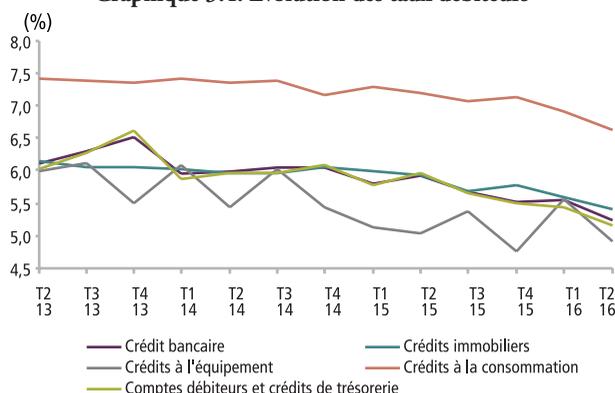
Graphique 3.3: Evolution du coût de financement des banques



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

Cette baisse s'est répercutée sur les taux débiteurs, avec une nouvelle baisse du taux moyen pondéré global de 31 points de base à 5,24%. Par catégorie, les taux appliqués aux prêts à l'équipement ont enregistré une baisse de 63 points de base à 4,91% et ceux assortissant les crédits à la consommation et les facilités de trésorerie ont reculé de 28 points à 6,63% et 5,16% respectivement. De même, les taux appliqués aux prêts immobiliers ont diminué de 18 points pour s'établir à 5,41%.

Graphique 3.4: Evolution des taux débiteurs



Source : BAM.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

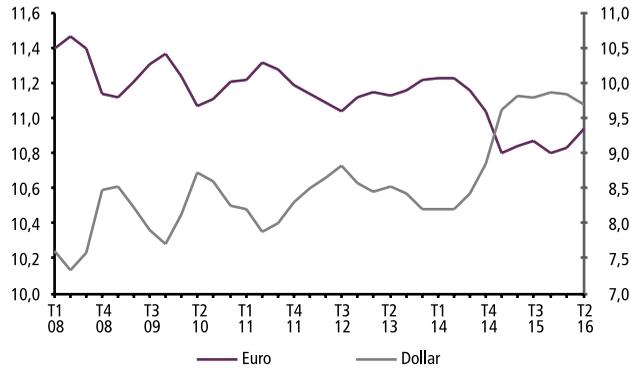
	2014		2015		2016			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
6 mois	3,69	3,71	3,64	3,60	3,56	3,46	3,31	3,18
12 mois	3,86	3,94	3,85	3,83	3,74	3,78	3,67	3,55
Moyenne pondérée	3,80	3,85	3,76	3,71	3,66	3,66	3,54	3,36

5.1.2 Taux de change

Durant le deuxième trimestre 2016, l'euro s'est apprécié de 2,5% par rapport au dollar américain, s'établissant à 1,13 dollar en moyenne. La monnaie nationale s'est ainsi dépréciée de 0,97% face à l'euro et appréciée de 1,55% vis-vis du dollar américain. Comparativement aux devises de certains pays émergents, le dirham s'est apprécié de 0,2% par rapport à la livre turque et de 1,4% vis-à-vis du yuan chinois. Au total, le taux de change effectif nominal s'est déprécié de 0,61%. Tenant compte également d'une inflation au Maroc

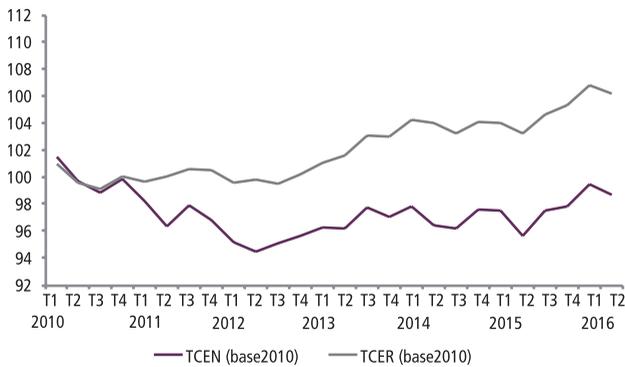
globalement inférieure à celle des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel s'est déprécié de 0,78%.

Graphique 3.5: Evolution du taux de change du dirham



Source : BAM

Graphique 3.6 : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)



Sources : calcul de BAM et du FMI.

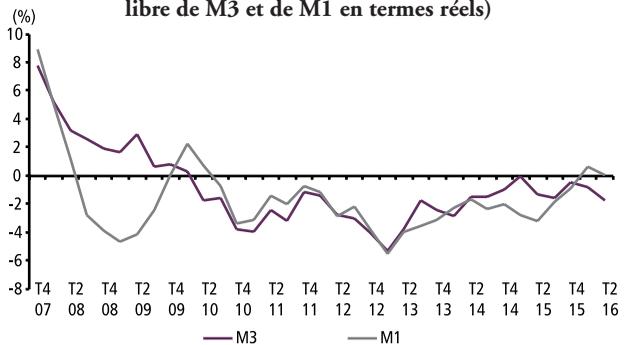
Concernant la position nette de change des banques, elle s'est établie au deuxième trimestre à 1,3 milliard de dirhams après 3,2 milliards en moyenne au premier trimestre. Les achats à terme de la clientèle des banques se sont accrus de 3,4% pour s'établir à 5,9 milliards tandis que les ventes ont marqué une baisse de 9,8% pour revenir à 3 milliards de dirhams. Pour ce qui est des ventes de devises de Bank Al-Maghrib aux banques, elles ont atteint en moyenne 1,6 milliard de dirhams contre 188 millions le trimestre précédent.

5.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de la masse monétaire est demeuré quasi-stable à 5,1% au deuxième trimestre de

2016. L'amélioration de 1,5% à 2,2% du crédit bancaire a été compensée par la décélération de 27,4% à 25% des réserves internationales nettes et l'accentuation de la baisse de 5,5% à 9,7% des créances nettes sur l'administration centrale. Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet indiquent que le taux d'accroissement de la masse monétaire s'est établi à 5%.

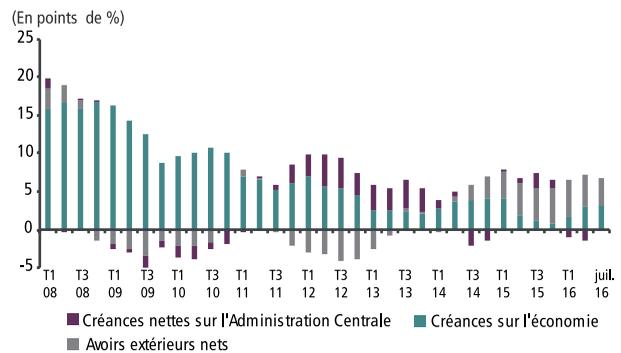
Graphique 3.7 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

Source : BAM.

Graphique 3.8 : Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire

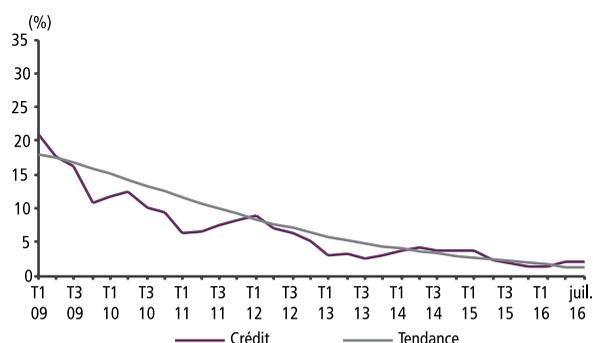


Source : BAM.

L'analyse de l'évolution des composantes de M3 fait ressortir une décélération des actifs monétaires des sociétés non financières avec un ralentissement de 7,6% à 5,6% du rythme d'accroissement de leurs dépôts à vue et de 22,4% à 7,6% de leurs dépôts à

terme. Pour les ménages, les dépôts à vue ont poursuivi leur accélération passant de 7,1% à 7,7%, tandis que le rythme de progression des dépôts à terme est revenu de 7,3% à 6,1%. Pour les autres composantes, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 6,9% au lieu de 7,1% un trimestre auparavant et les titres des OPCVM monétaires ont accusé une baisse de 2,4%, en atténuation par rapport à celle de 11,9% observée au cours des trois premiers mois de l'année.

Graphique 3.9 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Concernant particulièrement la principale source de création monétaire, le crédit bancaire destiné au secteur non financier a poursuivi son amélioration avec un taux d'accroissement passant de 1,2% à 2,6% au deuxième trimestre, reflétant principalement la hausse de 1,1% des prêts aux entreprises après un recul de 1%.

Les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al-Maghrib au deuxième trimestre 2016 indiquent la poursuite de l'assouplissement des critères d'octroi aussi bien pour les TPME et les grandes entreprises, que pour les particuliers. Après la baisse constatée par les banques le trimestre précédent, la demande aurait quant à elle enregistré une hausse sur tous types de crédit et pour toutes les catégories de clientèle, à l'exception de celle émanant de la promotion immobilière, qui aurait été en baisse.

L'amélioration des crédits aux entreprises reflète principalement l'atténuation de la baisse de 4,4% à 2,7% des facilités de trésorerie et de 10,6% à 3,3%

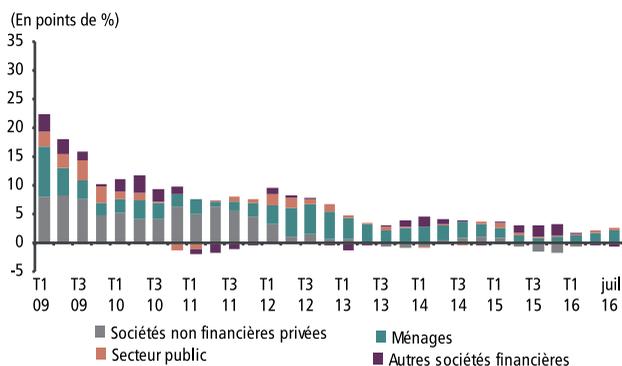
des prêts destinés à la promotion immobilière. Dans le même temps, les prêts à l'équipement ont vu leur rythme de progression s'accroître de 0,9% à 1,5%, en relation avec la hausse de 2,6% de ceux des entreprises non financières publiques contre un recul de 0,6% observé au premier trimestre.

S'agissant des crédits accordés aux entrepreneurs individuels, ils ont accusé une diminution de 1,2%, moins prononcée que celle de 6% observée au trimestre précédent. L'accentuation de la baisse de 13,8% à 17,2% des prêts à la promotion immobilière a en effet été plus que compensée par l'accélération des rythmes de progression de 3,3% à 20,9% pour les facilités de trésorerie et de 9,7% à 26,8% pour les prêts à l'équipement.

Par branche d'activité, l'évolution des crédits aux entreprises reflète une atténuation de la baisse de 4,7% à 0,9% des concours destinés aux branches « Bâtiment et travaux publics » et de 2% à une quasi-stagnation de ceux alloués aux industries manufacturières ainsi qu'une accélération du rythme de progression des prêts à la branche « commerce ».

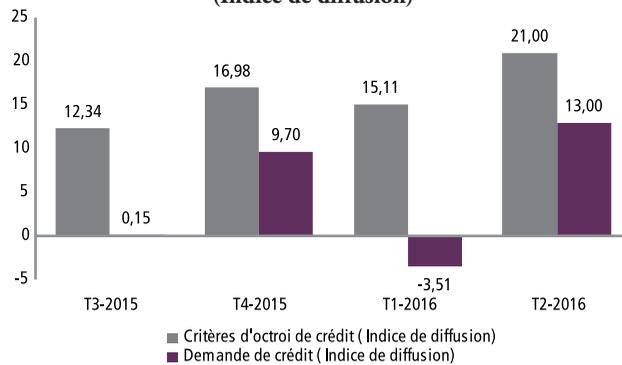
Pour ce qui est des prêts aux particuliers, le rythme de progression a ralenti de 6% à 5,4% pour les crédits à la consommation et s'est quasiment-stabilisé à 4,9% pour les prêts à l'habitat.

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



Quant aux créances en souffrance, elles ont progressé de 11%, soit une hausse quasi-similaire à celle observée au premier trimestre 2016. Cette hausse recouvre une augmentation de 26,4% pour les entreprises non financières et une baisse de 7,8% pour les ménages. Le ratio des créances en souffrances au crédit bancaire est ainsi passé à 7,8% au deuxième trimestre 2016.

Graphique 3.11 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion)

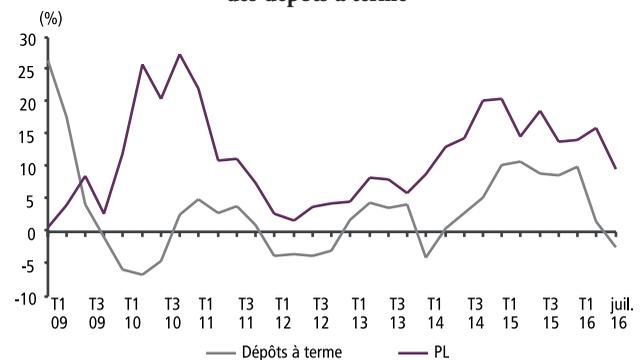


Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet 2016, indiquent une progression du crédit bancaire de 2,2%, similaire à celle observée au deuxième trimestre 2016. Celui destiné au secteur non financier s'est accéléré à 3,2%, reflétant une amélioration du rythme d'accroissement des prêts aux entreprises à 1,8% et de ceux aux ménages à 4,6%.

S'agissant des prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières non inclus dans la situation monétaire, ils ont enregistré une hausse de 4,2% à fin juin après 0,5% à fin mars, reflétant l'accélération de 1,3% à 2,9% du rythme des crédits distribués par les sociétés de financement. L'évolution de ces derniers s'explique par une hausse de 4,7% du crédit-bail après 3,7% un trimestre auparavant et une atténuation de la baisse de 17,2% à 4,4% des crédits d'affacturation. De même, les crédits accordés par les banques off-shore se sont renforcés de 13,7% après une baisse de 10% à fin mars 2016, en relation essentiellement avec l'amélioration de 24,2% des crédits de trésorerie contre un recul de 9,8%.

S'agissant du taux de liquidité de l'économie, mesuré par la somme de l'agrégat M3 et des placements liquides en pourcentage du PIB, il ressort à 170,4% au deuxième trimestre au lieu de 166,2% le trimestre précédent, en liaison avec l'accélération de 14,2% à 16% du rythme de progression des placements liquides. En particulier, la progression des OPCVM obligataires s'est accélérée de 20% à 21,9% et l'encours des OPCVM actions et diversifiés s'est accru de 3,9% après un recul de 5,5%.

Graphique 3.12 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme

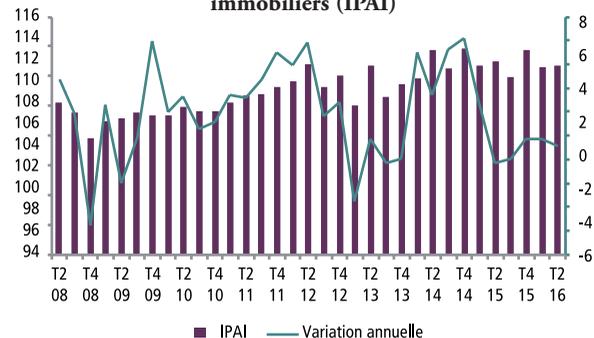


3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

L'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) s'est quasiment stabilisé au deuxième trimestre 2016. Cette évolution recouvre une progression trimestrielle des prix de 2,7% pour le foncier et des diminutions de 1,2% pour les appartements, de 1,1% pour les maisons, de 0,2% pour les locaux commerciaux et de 3,9% pour les bureaux.

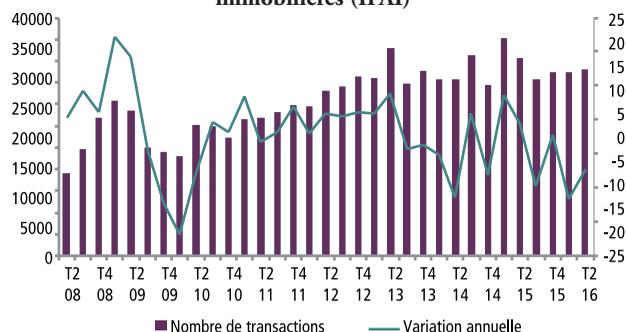
Graphique 3.13 : Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI)



Source : BAM et ANCFCC.

En ce qui concerne les transactions, elles ont augmenté de 1%, après avoir baissé de 8,2% un trimestre auparavant. Cette augmentation s'explique essentiellement par la hausse de 4,2% des ventes des appartements et de 2,6% de celles des villas, tandis que les transactions portant sur le foncier ont régressé de 1,9% et celles concernant les locaux commerciaux et les bureaux ont diminué de 14,1% et de 16,7% respectivement.

Graphique 3.14 : Evolution du nombre de transactions immobilières (IPAI)



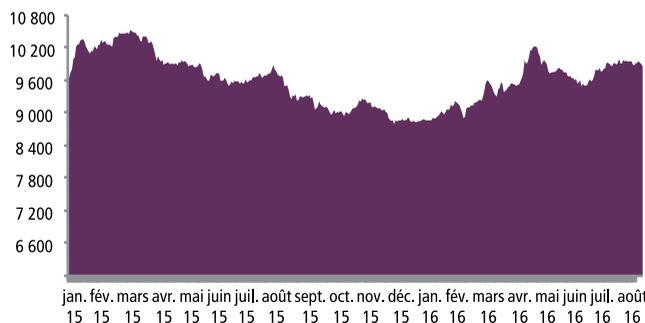
Source : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

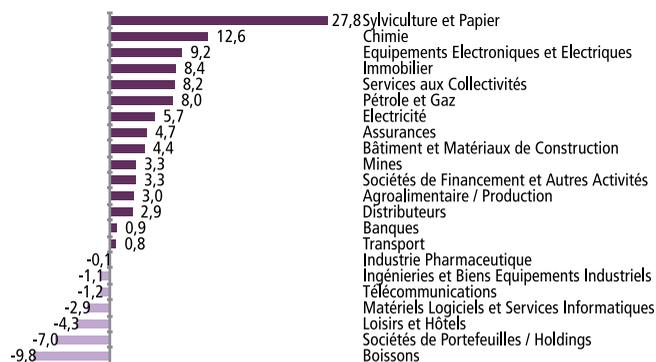
Après une progression de 4,5% au premier trimestre 2016, le MASI a enregistré une hausse de 1,9% au deuxième trimestre, portant sa performance à 6,5% sur les six premiers mois de l'année. L'augmentation du MASI au T2-2016 résulte principalement des accroissements des indices sectoriels « immobilier » de 8,4%, « bâtiments et matériaux de construction » de 4,4% et « banques » de 0,9%. En revanche, les valeurs des secteurs « boissons » et « télécommunications » ont baissé de 9,8% et de 1,2% respectivement.

Graphique 3.15 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.16 : Evolution des indices sectoriels deuxième trimestre 2016, (en %)



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des transactions, après un montant de 7,6 milliards enregistré au premier trimestre 2016, il a atteint 12,1 milliards de dirhams au deuxième trimestre, en relation principalement avec la hausse des échanges sur le marché central, qui se sont établis à 9,5 milliards.

Tenant compte d'un accroissement de 1,4% de la capitalisation boursière à 477,2 milliards de dirhams, le ratio de liquidité² est passé de 5,6% à 6,2%.

Les données récentes indiquent une légère baisse mensuelle de 0,2% de l'indice de référence en août, après la progression de 4% en juillet, ramenant ainsi sa performance depuis le début d'année à 10,5%. En ce qui concerne le volume de transactions, après avoir atteint un montant de 21,2 milliards de dirhams en

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

relation avec l'introduction de Marsa Maroc pour 1,9 milliard et l'augmentation de capital de Lafarge Holcim de 9,1 milliards, il a baissé à 1,3 milliard en août.

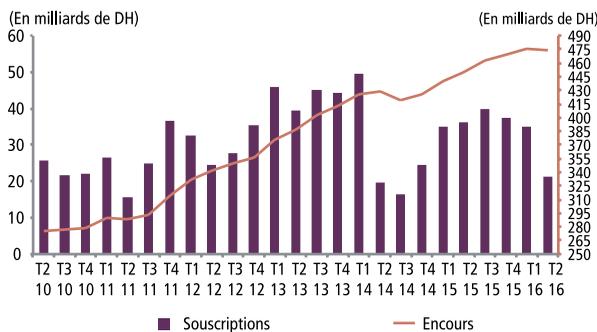
3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au deuxième trimestre 2016, les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont limitées à 21,3 milliards de dirhams contre 35 milliards un trimestre auparavant. Les levées ont porté à hauteur de 43% sur la maturité longue et de 34% sur les bons à moyen terme. Elles ont été assorties de taux inférieurs à ceux observés au cours du premier trimestre 2016.

Tenant compte d'un montant de remboursement de 22,8 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 473,7 milliards de dirhams au T2-2016.

Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet indiquent des levées d'un montant de 7,3 milliards contre une moyenne mensuelle de 9,4 milliards enregistrée durant les six premiers mois de l'année. Les nouvelles émissions ont été réalisées avec des taux en légère hausse par rapport au deuxième trimestre.

Graphique 3.17 : Evolution de l'encours des bons du Trésor



Source : BAM.

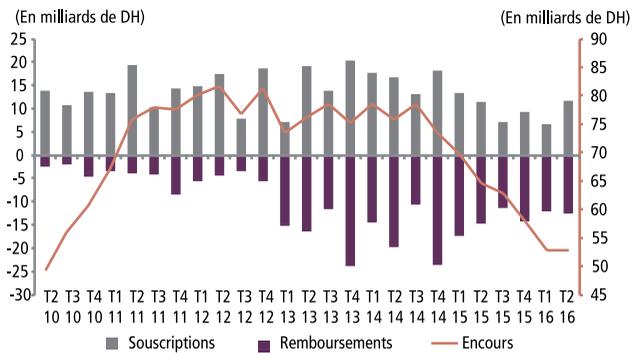
3.2.2.3 Marché de la dette privée

En ce qui concerne les certificats de dépôt, les levées se sont chiffrées à 7,7 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2016 contre 5,4 milliards un trimestre auparavant, et ont été assorties de taux inférieurs à

ceux observés au T1-2016. Les émissions des bons de sociétés de financement ont, pour leur part, atteint 2,6 milliards de dirhams contre 250 millions au premier trimestre et celles des billets de trésorerie se sont établies à 1,5 milliard de dirham après 1,2 milliard au cours du premier trimestre.

Tenant compte des remboursements d'un montant de 12,5 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables s'est établi à 52,7 milliards de dirhams, en baisse de 9% par rapport à fin 2015.

Graphique 3.18 : Evolution de l'encours des titres de créances négociables

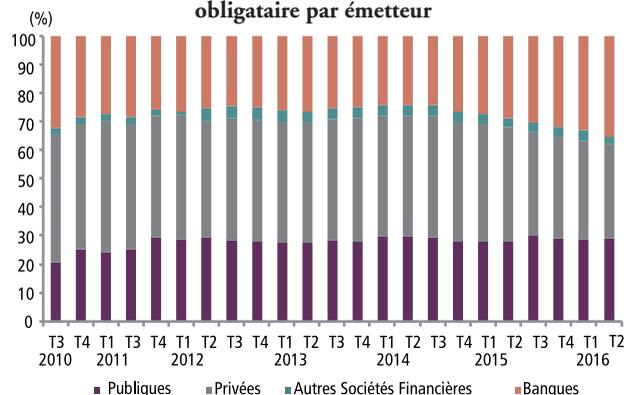


Source : BAM.

Sur le marché obligataire, le montant des titres émis au cours du deuxième trimestre 2016 s'est établi à 3 milliards de dirhams, portant ainsi les émissions depuis le début de l'année à 3,2 milliards contre 7,2 milliards réalisées sur la même période de l'année précédente.

Tenant compte des remboursements, l'encours des emprunts obligataires s'est établi à 95,8 milliards, en diminution de 5,8% par rapport à fin décembre 2015.

Graphique 3.19 : Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur

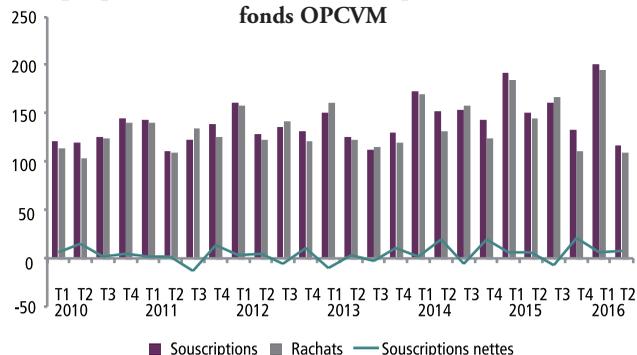


Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du deuxième trimestre 2016, les souscriptions aux titres OPCVM ressortent à 116,6 milliards de dirhams et les rachats se sont établis à 109,8 milliards, soit une collecte nette de 6,8 milliards de dirhams. Tenant compte d'une appréciation trimestrielle de 1,7% de l'indicateur de performance, l'actif net des fonds OPCVM au deuxième trimestre s'est établi à 363 milliards de dirhams, en augmentation de 8,2% par rapport à fin mars. Cette hausse traduit des appréciations des actifs nets de l'ensemble des catégories de fonds, à l'exception de celui des OPCVM obligations de court terme qui a affiché une baisse de 10,1%.

Graphique 3.20: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM



Source : Autorité Marocaine des marchés des capitaux.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Après une aggravation du déficit budgétaire de 4,8 milliards au premier semestre 2016 à 24,6 milliards, les données arrêtées à fin août 2016 font ressortir un déficit de 30,5 milliards, en atténuation de 0,8% par rapport à fin août 2015.

Les réalisations ont été globalement en ligne avec la loi de finances pour les recettes fiscales, à l'exception du retard au niveau de la réalisation du produit de la TVA à l'intérieur, en lien avec l'importance des remboursements. L'exécution des dépenses d'investissement s'est poursuivie à un rythme élevé, soit un taux de 75,2% de la loi de finances à fin août 2016. En revanche, les encaissements des dons du CCG n'ont été réalisés qu'à hauteur de 20,5%.

Ainsi, les recettes ordinaires ont progressé de 5,8%, en glissement annuel, reflétant une amélioration aussi bien des recettes fiscales que non fiscales. Les dépenses globales se sont alourdies de 5,2%, suite à l'augmentation des investissements et des dépenses de biens et services, la charge de compensation ayant été en allègement en liaison avec la baisse des prix du gaz à l'international. Pour sa part, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif à hauteur de 5,6 milliards, en hausse de 1,2 milliard par rapport à la même période de 2015.

La dette publique directe aurait augmenté de 2,2% depuis le début de l'année. La hausse aurait concerné aussi bien la composante intérieure qu'extérieure. S'agissant des coûts de financement, le Trésor continue de bénéficier de conditions favorables en comparaison annuelle, avec une baisse des taux à l'émission durant les huit premiers mois de 2016 par rapport à la même période de 2015.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2016 a été marquée par une évolution favorable des recettes ordinaires. Elles ont affiché une progression de 5,8%, en glissement annuel, reflétant l'accroissement de 6,3% des recettes fiscales à 139,2 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 64,6%, par rapport à la loi des finances, et de 1,3% de celles non fiscales à 15,5 milliards. A l'exception des recettes de la TVA à l'intérieur, les recettes des différents impôts et taxes ont été en hausse, laquelle a été particulièrement prononcée pour la TVA à l'importation et les impôts directs.

Ces derniers ont procuré un montant de 54,2 milliards, en accroissement de 8,1%. L'IS a enregistré une augmentation de 8,2% à 26,4 milliards, reflétant l'amélioration des bénéfices réalisés en 2015 par certains grands contributeurs, notamment, l'OCP, l'ANRT, la BCP, le CIH, Marsa Maroc et les cimenteries. De même, les recettes de l'IR ont progressé de 7,7% à 26,5 milliards. L'évolution des rentrées de l'IR est due au changement du mode de recouvrement des impôts sur les revenus

professionnels ou agricoles¹, à l'amélioration de 4,6% des recettes de l'IR sur les salaires servis par la TGR et de 23,2% de celles de l'IR sur les profits immobiliers.

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

	Janv.- août 2015	Janv.- août 2016	Var en %	LF 2016	Réalisation par rapport à la LF 2016 (%)
Recettes ordinaires	148,0	156,6	5,8	245,9	63,7
Recettes fiscales	130,9	139,2	6,3	215,5	64,6
- Impôts directs	50,1	54,2	8,1	85,5	63,4
Dont I.S	24,4	26,4	8,2	44,3	59,6
I.R	24,6	26,5	7,7	38,6	68,6
- Impôts indirects	65,1	67,6	3,8	104,8	64,5
TVA	49,2	49,9	1,6	79,3	63,0
TIC	16,0	17,7	10,5	25,5	69,3
- Droits de douane	5,1	6,2	22,2	7,9	79,1
- Enregistrement & timbre	10,5	11,2	6,0	17,3	64,6
Recettes non fiscales	15,3	15,5	1,3	27,2	57,1
- Monopoles	6,0	5,4	-9,1	8,3	65,0
- Autres recettes	9,4	10,1	7,9	18,8	53,7
dont Dons CCG	1,3	2,7	106,5	13,0	20,5
Recettes de CST	1,7	1,8	4,7	3,3	55,5

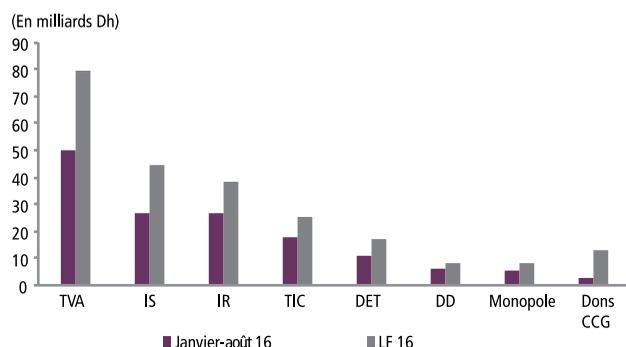
* Compte tenu des 30% de la TVA transférés aux collectivités territoriales.
Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

¹ Les contribuables disposant de revenus professionnels ou agricoles, déterminés selon le régime du résultat net réel ou celui du résultat net simplifié, sont désormais obligés de procéder à la télé-déclaration et au télépaiement au lieu du recouvrement suite à une émission de rôle par l'administration fiscale.

Pour leur part, les impôts indirects ont enregistré une augmentation de 3,8% à 67,6 milliards et ce, en dépit de la baisse de 9,5% à 17,3 milliards des recettes de la TVA à l'intérieur. Ces dernières ont été impactées par l'accélération des remboursements, qui se sont établis à 5,8 milliards au lieu de 3,6 milliards à la même période de 2015.

Les recettes de la TVA à l'importation ont progressé de 8,6% à 32,7 milliards, recouvrant une baisse de 10% de la TVA sur les produits énergétiques, en raison de la diminution des prix des produits énergétiques à l'international, et une hausse de 11,5% des recettes de celle sur les autres produits. En parallèle, les rentrées des TIC se sont accrues de 10,5% à 17,7 milliards, en liaison principalement avec la progression de 9,1% de celle sur les produits énergétiques et de 12,8% de celles sur les tabacs, induite par le relèvement du taux de la taxation des tabacs. Pour leur part, les droits de douane et ceux d'enregistrement et de timbre ont affiché des progressions de 22,2% et de 6%, respectivement.

Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes publiques



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 améliorées de 1,3%, recouvrant un accroissement des recettes au titre des dons mobilisés auprès des pays du CCG qui ont atteint 2,7 milliards contre 1,3 milliard un an auparavant, et un repli de 9,1% des recettes de monopoles provenant

de Maroc Télécom à hauteur de 1,4 milliard, de l'OCF et de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière pour 1 milliard chacun, ainsi que de Marsa Maroc pour 750 millions.

4.2 Dépenses publiques

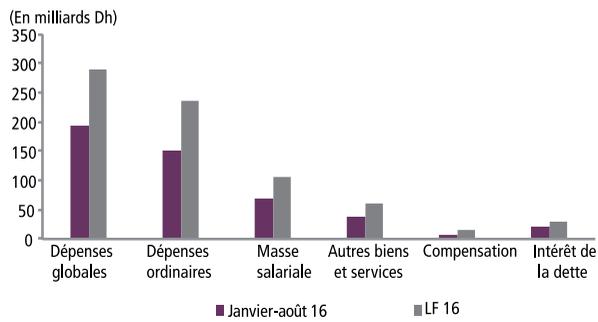
Les dépenses globales se sont alourdies de 5,2%, à 192,6 milliards par rapport à fin août 2015, en raison principalement de l'augmentation de 15,6% des investissements à 40 milliards, les dépenses ordinaires n'ayant progressé que de 2,8% à 152,7 milliards ralenties par la diminution de la charge de compensation. Les dépenses de biens et services ont augmenté de 4,8% à 108,5 milliards, reflétant essentiellement une hausse de 9,8% des charges au titre des autres biens et services à 38,6 milliards et dans une moindre mesure de la masse salariale de 2,2% à 69,9 milliards. La progression de cette dernière incorpore les augmentations de 0,8% de la masse salariale structurelle et de 32,8% des rappels. L'évolution des autres biens et services tient compte de la hausse de 66,7% à 3,5 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor et de 20,2% à 12,5 milliards des transferts aux divers établissements publics, les transferts au profit de la Caisse Marocaine des Retraites ayant été stables à 8 milliards.

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

	Janv. août 2015	Janv. août 2016	Var 16/15 En %	LF 2016	Réalisation par rapport LF %
Dépenses globales	183,1	192,6	5,2	288,6	66,8
Dépenses ordinaires	148,5	152,7	2,8	235,4	64,8
Biens et services	103,6	108,5	4,8	167,8	64,7
Personnel	68,4	69,9	2,2	106,8	65,4
Autres biens et services	35,2	38,6	9,8	61,0	63,3
Intérêts de la dette	20,5	21,7	5,6	28,3	76,6
Compensation	9,7	7,5	-22,1	15,6	48,5
Transferts aux CT	14,7	15,0	1,6	23,8	63,0
Investissement	34,6	40,0	15,6	53,1	75,2

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

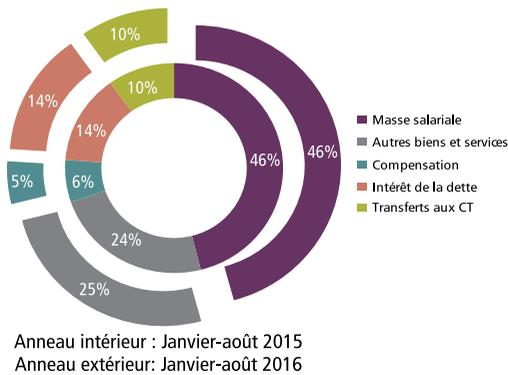
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des paiements d'intérêts de la dette, ils ont enregistré une hausse de 5,6% à 21,7 milliards, recouvrant un accroissement de 7% à 19,3 milliards des intérêts sur la dette intérieure et une baisse de 4,5% à 2,4 milliards de celles sur la dette extérieure.

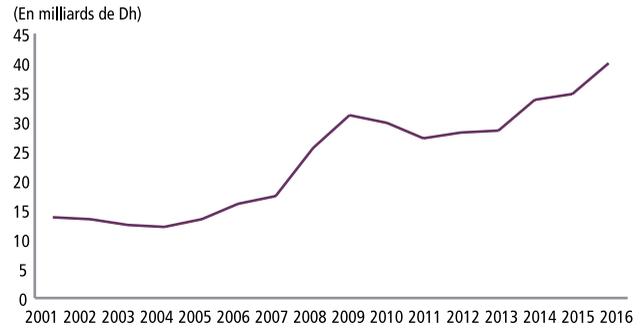
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



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

Concernant la charge de compensation, elle s'est établie à 7,5 milliards, en allègement de 22,1% par rapport à fin août 2015. Cette baisse s'explique en partie par la diminution de 25,2% du prix du gaz sur le marché international, qui est revenu d'un cours moyen de 376,9 \$/T de janvier à août 2015 à 282 \$/T pour la même période de 2016. Pour sa part, le cours de change du dirham par rapport au dollar n'a pas connu de changement notable, passant de 9,7 MAD/USD en moyenne à 9,8 MAD/USD pour la même période de 2016, soit une appréciation du dollar de 0,4%.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement de janvier à août



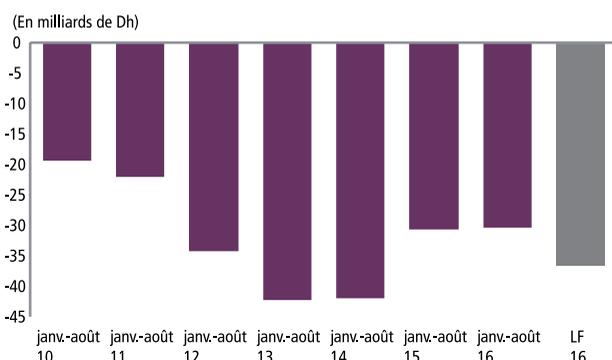
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Exécutées à hauteur de 75,2% de la programmation de la loi de finances, les dépenses d'investissement du Trésor continuent leur tendance haussière, affichant une augmentation de 15,6% à 40 milliards, consécutivement à l'accroissement des charges communes de 44% à 16,2 milliards et des dépenses des Ministères de 2,9% à 22,8 milliards. En termes de flux mensuels, celui d'août est en hausse de 51,4% par rapport au flux d'août 2015 et proche de la moyenne de février à juin 2016. Cette tendance augure d'une exécution en fin d'année supérieure à la prévision de la loi de finances.

4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu des évolutions des recettes, des dépenses et du solde des comptes spéciaux, la situation du Trésor s'est soldée par un déficit budgétaire de 30,5 milliards, au lieu de 30,7 milliards à fin août 2015. En l'absence de mouvement au niveau de la variation des arriérés, le besoin de financement, similaire au déficit budgétaire, ressort en amélioration de 8,9 milliards par rapport à la même période de 2015.

Graphique 4.5 : Soldes budgétaires à fin août de 2010 à 2016 et LF 2016



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

Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 28,1 milliards, en baisse de 11,9 milliards de dirhams, et par un flux net extérieur de 2,4 milliards contre un flux net négatif de 611 millions un an auparavant. Les tirages extérieurs bruts des huit premiers mois de 2016 proviennent principalement de la Banque Mondiale à hauteur de 4,7 milliards, de la BAD pour 3,1 milliards, du Japon pour 726 millions et à hauteur de 420 millions du FADES.

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

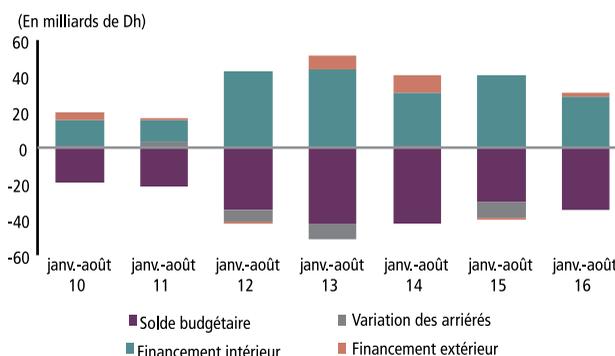
	Janv. août 2015	Janv. août 2016	LF 2016	Ecart absolu LF/janv.-août16
Solde ordinaire	-0,5	3,9	10,5	6,6
Solde des CST	4,3	5,6	6,0	0,4
Solde primaire	-10,2	-8,8	-8,3	8,8
Solde budgétaire	-30,7	-30,5	-36,6	-6,1
Variation des arriérés	-8,7	0,0	-	-
Besoin de financement	-39,4	-30,5	-36,6	-6,1
Financement intérieur	40,0	28,1	14,4	-13,7
Financement extérieur	-0,6	2,4	22,2	19,8

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

Au niveau du financement intérieur, le Trésor a bénéficié de ressources domestiques propres provenant notamment des dépôts au Trésor, en augmentation de 3,7 milliards à 56,3 milliards, ce qui a contribué à limiter

le recours à l'endettement à un montant net de 11,3 milliards au lieu de 32,2 milliards un an auparavant. Pour les huit premiers mois de 2016, les souscriptions nettes sur le marché des adjudications ont été dominées par les maturités de 5 ans, 15 ans et plus. Toutefois, le mois d'août a été caractérisé par le recours aux maturités courtes, principalement les bons à 26 semaines. Par ailleurs, le Trésor a continué à allonger la durée de vie moyenne de sa dette dans le cadre de la gestion active en remplaçant la dette de maturités inférieures ou égales à 2 ans, par celle de maturités supérieures ou égales à 5 ans. Il a ainsi procédé à des opérations de rachat et d'échange de bons d'un montant de 20,4 milliards de dirhams durant les huit premiers mois de 2016.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financements



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

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications sont restées favorables pour les huit premiers mois de 2016 par rapport à la même période de 2015. En effet, les taux moyens pondérés (TMP) des émissions ont enregistré en moyenne une baisse de 38 points de base (pdb) à 2,98%. Les taux appliqués aux bons du Trésor à 5 ans et à 15 ans ont baissé, respectivement, de 46 pdb à 2,66% et de 45 pdb à 3,55%. De même, les taux des maturités courtes ressortent en diminution, principalement ceux assortissant les bons à 13 semaines et à 52 semaines, revenant en moyenne entre janvier et août à 2,1% et 2,22%, en baisse respectivement de 41 et 37 pdb.

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

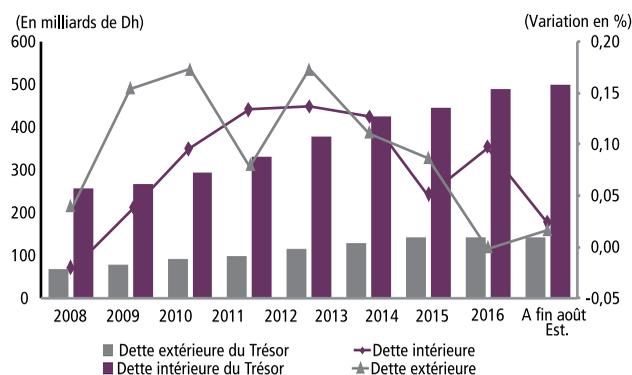
	2011	2012	2013	2014	2015	A fin août 2016 Est.*
Dettes extérieures du Trésor	99,6	116,9	129,8	141,1	140,8	143,2
Var en %	7,8	17,4	11,1	8,7	-0,2	1,7
En % du PIB	12,1	13,8	14,5	15,3	14,3	14,2
Dettes intérieures du Trésor	331,3	376,8	424,5	445,5	488,4	499,7
Var en %	13,4	13,7	12,6	5,0	9,6	2,3
En % du PIB	40,4	44,4	47,3	48,2	49,7	49,4
Encours de la dette directe	430,9	493,7	554,3	586,6	629,2	642,9
Var en %	12,0	14,6	12,3	5,8	7,3	2,2
En % du PIB	52,5	58,2	61,7	63,5	64,1	63,5
Croissance du PIB nominal (%)	4,5	3,4	5,9	2,9	6,3	3,0

Sources :

Pour le PIB, ceux de 2011 à 2015 sont des estimations du HCP, celui de 2016 est une prévision de BAM

Pour la dette à fin août 2016, les estimations se basent sur les flux des financements intérieurs et extérieurs.

Au niveau de la dette publique directe, les estimations basées sur les flux de financement font ressortir une augmentation de 2,2% à fin août 2016, par rapport au niveau de fin décembre 2015. Cette évolution incorpore une progression de 1,7% de sa composante extérieure et de 2,3% de celle intérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor


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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2016 font ressortir une croissance de 1,7%, reflétant une contribution positive de 3,3 points de pourcentage de la demande intérieure et d'une participation négative de 1,6 point de pourcentage des exportations nette. Compte tenu des évolutions récentes, ainsi que des révisions des comptes nationaux trimestriels, la croissance se serait située autour de 1,3% au deuxième trimestre 2016 et ne devrait pas dépasser 1,4% au troisième trimestre.

Sur le plan sectoriel, compte tenu de la contraction de 71% de la production céréalière à 33,5 millions de quintaux, dont l'impact a été atténué par la bonne performance des autres cultures favorisée par les précipitations survenues en février et mars, la baisse de la valeur ajoutée agricole se serait limitée à 8,9% au deuxième semestre et à 9,2% au troisième trimestre. Pour sa part, la croissance du PIB non agricole devrait avoisiner 2,7% et 2,9% respectivement.

Sur le marché du travail, la situation a été caractérisée au deuxième trimestre, par une nouvelle perte nette d'emplois de 26.000 postes et une diminution du taux d'activité de 0,8 point de pourcentage à 47,2% et en conséquence un léger repli de 8,7% à 8,6% du taux de chômage. Concernant les coûts du travail, les dernières données disponibles du premier trimestre indiquent une progression de l'indice des salaires dans le secteur privé de 4,4% en termes nominaux et de 3,5% en termes réels.

Au total, l'activité continue d'évoluer en dessous de son potentiel au cours du troisième trimestre 2016.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les comptes nationaux relatifs au premier trimestre 2016 font ressortir un accroissement de 2,7% de la consommation finale des ménages après 2,3% une année auparavant. Sa contribution à la croissance s'est élevée à 1,6 point de pourcentage contre 1,4 point.

Au deuxième trimestre, elle aurait progressé d'environ 3% après 1,8% au même trimestre de l'année précédente, soutenue par une amélioration de l'emploi rémunéré qui a augmenté de 103 mille postes d'emploi rémunérés dans l'ensemble des secteurs d'activité contre une perte de 7 mille postes un trimestre auparavant et une création de 125 mille au deuxième trimestre 2015. De même, les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages menée par le HCP indiquent que l'indice de confiance auprès des ménages est passé à 75,7 points au lieu de 71,6 points un trimestre auparavant, mais demeure en deçà de son niveau du deuxième trimestre de l'année précédente.

Toutefois, les crédits à la consommation ont marqué une décélération du rythme d'accroissement, se situant à 4,9% au lieu de 5,7% une année auparavant.

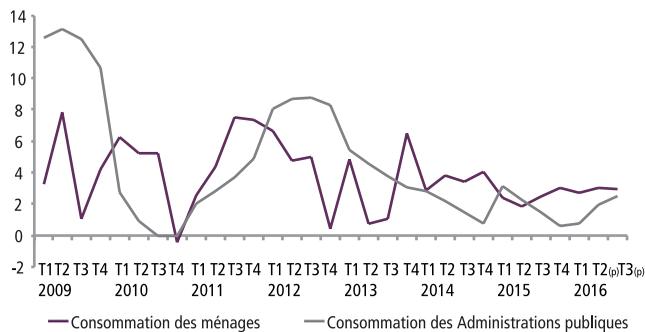
Au troisième trimestre, la consommation des ménages devrait maintenir pratiquement le même rythme de croissance qu'au second trimestre, en relation notamment avec la poursuite de l'amélioration des revenus des ménages.

Pour sa part, la consommation finale des administrations publiques a ralenti au premier trimestre 2016, son rythme étant revenu en une année de 3,2% à 0,8%.

Au deuxième trimestre, compte tenu d'une évolution de 3,8% des dépenses de fonctionnement et d'un repli de 29,5% de la charge de compensation, la progression de la consommation finale des administrations publiques se serait établie autour de 2% soit un rythme supérieur

à celui enregistré au trimestre précédent. De ce fait, sa contribution à la croissance serait restée positive, ne dépassant pas, toutefois, 0,3 point de pourcentage. Cette orientation devrait se maintenir également au troisième trimestre.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

5.1.2 Investissement

Au premier trimestre 2016, les données révisées du HCP indiquent que l'investissement a augmenté de 5% après un repli de 5,4% un an auparavant et de 0,7% au trimestre précédent, portant ainsi sa contribution à la croissance à 1,4 point de pourcentage.

Au regard des évolutions récentes des indicateurs disponibles, l'investissement aurait été en nette accélération au deuxième trimestre par rapport au même trimestre de l'année précédente, mais en ralentissement par rapport à la réalisation du premier trimestre 2016. En effet, les crédits à l'équipement se sont améliorés et les importations des biens d'équipement ont augmenté de 21,7%.

Pour ce qui est des dépenses d'investissement du Trésor en particulier, elles ont affiché à fin juillet une progression de 13% à 36,2 milliards de dirhams au lieu de 2% à 32 milliards une année auparavant.

Dans le secteur résidentiel, le rythme d'accroissement du crédit immobilier a décéléré à 1,7% à fin juillet,

reflétant notamment la poursuite du recul des crédits accordés aux promoteurs immobiliers. En parallèle, le volume des transactions a diminué de 2,1% au deuxième trimestre en glissement annuel, tandis que les prix ont accusé une baisse de 0,9%, indiquant principalement une régression des prix du résidentiel et du foncier.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre, la contribution à la croissance des exportations nettes de biens et services est ressortie, pour la première fois depuis le premier trimestre 2014, négative à 1,6 point de pourcentage. Les exportations de biens et services ont enregistré une accélération de 6,3%. En parallèle, les importations de biens et services ont connu une hausse de 8,7% après quatre trimestres consécutifs de baisse.

Cette orientation de la demande extérieure devrait se maintenir au deuxième trimestre 2016, avec la poursuite de la dynamique des exportations accompagnée toutefois d'une hausse des importations. En conséquence, la contribution à la croissance de la demande extérieure nette demeurerait négative. Dans ces conditions, après un taux de 1,7% au premier trimestre, la croissance du PIB se serait située autour de 1,3% au deuxième trimestre et ne devrait pas dépasser 1,4% au troisième trimestre de l'année en cours.

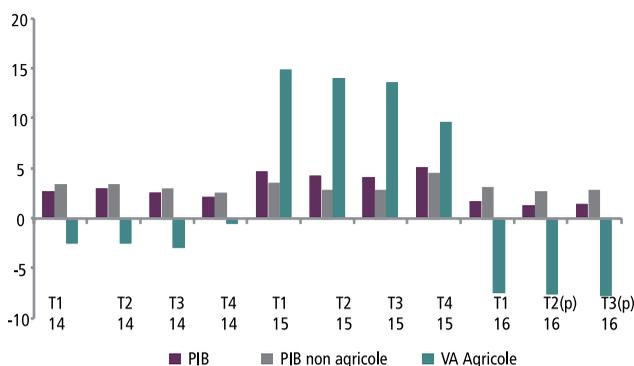
5.3 Offre globale

L'activité économique aurait été marquée au deuxième trimestre 2016 par un ralentissement de la croissance économique, revenant de 1,7% au premier trimestre à 1,3%.

Par composante, la valeur ajoutée agricole aurait accusé une nouvelle baisse de 8,9%, après 9% au premier trimestre, résultat de la contraction de 71% de la production céréalière, dont l'impact a été atténué par la bonne performance des autres cultures, favorisée par les précipitations survenues en février et mars.

Pour les activités non agricoles, la croissance de leur valeur ajoutée serait revenue de 2,5% au premier trimestre à 2,1%. Tenant compte d'une progression estimée à 6% des impôts sur les produits nets de subventions, la croissance du PIB non agricole se serait établie à 2,7% contre 3,1% au premier trimestre et 2,9% au deuxième trimestre de 2015.

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



Sources : HCP et prévisions BAM.

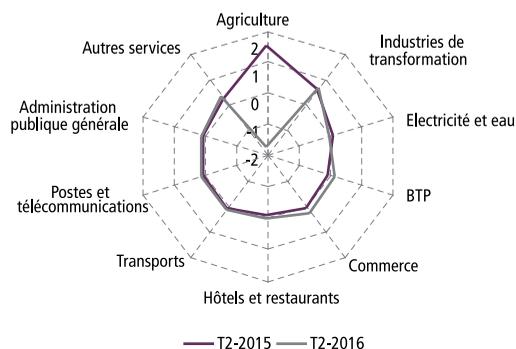
Au niveau des activités secondaires, la valeur ajoutée des industries de transformation se serait accrue de 3% au deuxième trimestre après 2,9% le trimestre précédent, bénéficiant de la bonne performance des métiers mondiaux du Maroc, notamment l'agro-industrie, la construction automobile et l'aéronautique. Pour sa part, la valeur ajoutée du BTP aurait enregistré une augmentation de 1,6% après 2,3% au premier trimestre. Les ventes de ciment ont affiché une baisse de 2,2% au lieu d'une progression de 5,9%, mais se sont accrues à fin juin de 1,7%.

Le secteur d'électricité a connu également un ralentissement, avec un rythme revenant à 1% contre 2% le trimestre précédent, traduisant notamment la baisse de la demande et la dissipation de l'effet de la mise en service au cours du deuxième semestre de 2014, des tranches 4 et 5 de Taqa Morocco (ex. Jlec).

A l'inverse, l'activité minière aurait accusé une diminution de 1,5% contre une hausse de 7% au

premier trimestre, sous l'effet du recul de 1,8%, après un fort accroissement de 10,2%, de la production de phosphate.

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



Sources : HCP et prévisions BAM.

Concernant les activités tertiaires, le secteur des postes et télécommunications aurait affiché une progression de 4,1% après 5% au premier trimestre et 3,2% à la même période un an auparavant. Dans un contexte marqué par une nouvelle baisse des prix, le volume du trafic voix sortant pour le mobile a connu une amélioration de 13% et la facture moyenne mensuelle par client Internet s'est renchérie de 4,3%. De même, les activités commerciales auraient maintenu leur dynamisme observé au premier trimestre avec un accroissement de 2,2% contre 0,9% un an auparavant. A l'inverse, après une croissance de 1,2% au premier trimestre, la valeur ajoutée du secteur touristique aurait accusé un repli de 1% contre 6,2% un an auparavant, pâtissant particulièrement des actes terroristes enregistrés dernièrement dans certains pays émetteurs de touristes.

Au troisième trimestre, la croissance économique devrait s'établir à 1,4%, résultat d'une nouvelle regression de 9,2% de la valeur ajoutée agricole et d'une accélération à 2,4% de celle des activités non agricole, à la faveur de la poursuite du dynamisme de l'activité industrielle, du BTP, des postes et télécommunications et de la reprise de celle des mines. Pour sa part, le rythme de croissance du PIB non agricole devrait se situer à 2,9%.

5.4 Marché du travail et capacités de production

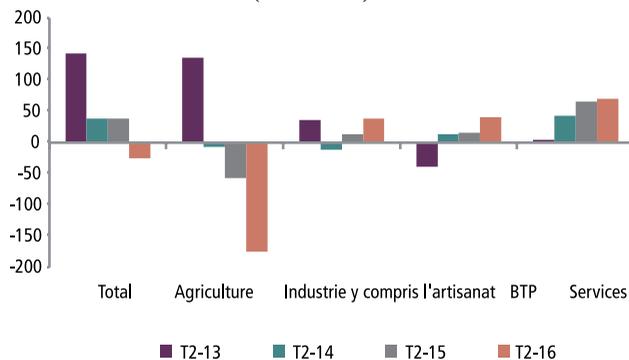
5.4.1 Activité et emploi

Le deuxième trimestre 2016 a été marqué par une diminution de 0,4% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 11,9 millions de personnes, reflétant un repli de 0,8% en milieu rural et une stagnation dans les villes. Le taux d'activité a continué à reculer à un rythme élevé, revenant de 48% à 47,2% au niveau national, de 42,2% à 41,4% en milieu urbain et de 57,2% à 56,3% en zones rurales.

En parallèle, l'économie marocaine a accusé une nouvelle perte de 26.000 postes, avec une baisse de 64.000 emplois en zones rurales et une création de 38.000 postes en milieu urbain. Dans ces conditions, la population active occupée s'est repliée de 0,2% et le taux d'emploi est revenu de 43,9% à 43,1%. Par milieu de résidence, ce taux a régressé de 0,5 point à 36,1% en milieu urbain et d'un point à 54,3% en zones rurales.

Par secteur d'activité, les services ont été le premier pourvoyeur d'emplois avec une création de 70.000 postes, suivis du BTP avec 41.000 postes et l'industrie y compris l'artisanat avec 38.000 postes. A l'inverse, l'emploi dans l'agriculture, forêt et pêche a poursuivi sa baisse entamée au deuxième trimestre 2015, avec une perte plus importante de 175.000 postes.

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

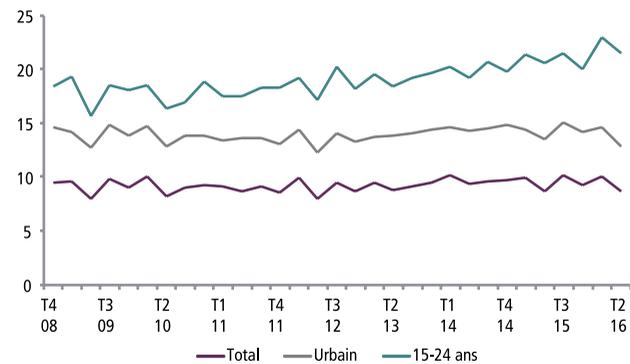


Source : HCP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a enregistré une diminution de 1,7% au deuxième trimestre à 1,02 million de personnes. Tenant compte de la diminution de la population active, le taux de chômage s'est ainsi légèrement replié de 8,7% à 8,6% au niveau national, avec un recul de 0,6 point de pourcentage à 12,8% en milieu urbain et une progression de 0,4 point à 3,7% en zones rurales. La hausse du chômage a concerné exclusivement les jeunes âgés de 15 à 24 ans, dont le taux s'est aggravé de 20,5% à 21,5% au niveau national, de 38,6% à 38,8% dans les villes et de 8,5% à 10,3% dans les zones rurales.

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

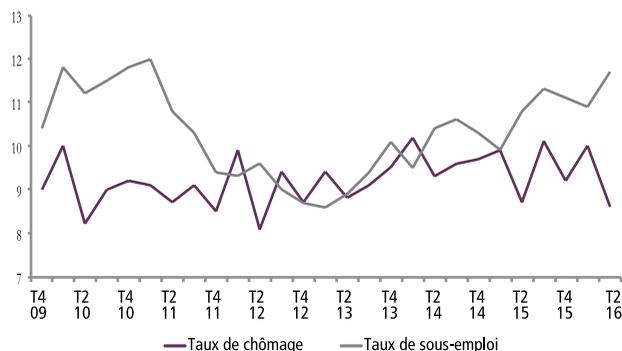


Source : HCP.

S'agissant du sous-emploi¹, son taux a poursuivi sa tendance haussière pour se situer à 11,7% contre 10,8% un an auparavant. Cette évolution recouvre un accroissement de 0,8 point de pourcentage à 10,5% en milieu urbain et de 0,5 point à 12,5% en zones rurales.

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

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



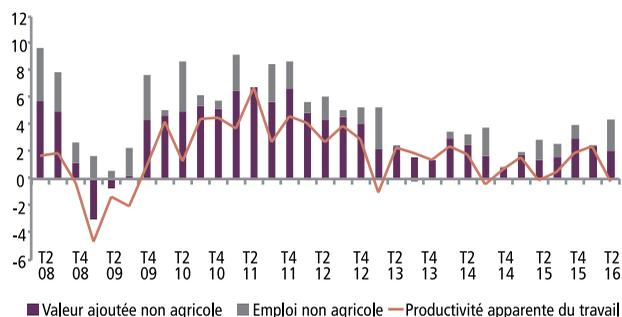
Source : HCP.

Cette augmentation a concerné l'ensemble des secteurs d'activité avec toutefois des degrés différents. En effet, le taux de sous-emploi dans le BTP a connu la hausse la plus importante, soit 1,6 point, pour s'établir à 17,1%. Pour les autres secteurs, ce taux est passé de 11,3% à 12% dans l'agriculture, de 9,7% à 10,7% dans les services et de 8,7% à 9,2% dans l'industrie y compris l'artisanat.

3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles² a accusé une baisse de 0,2% au deuxième trimestre après celle de 0,1% un an auparavant, résultat d'une accélération de la croissance non agricole de 1,4% à 2,1% et celle de l'emploi non agricole de 1,5% à 2,3%.

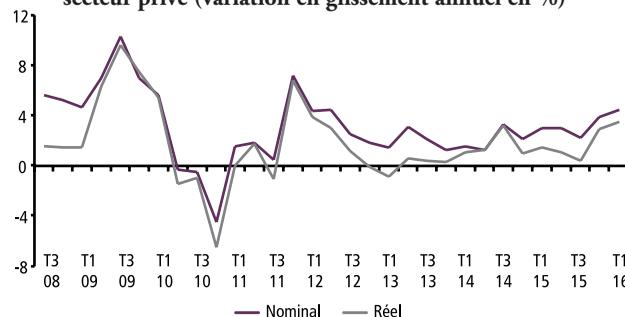
Graphique 5.7 : Evolution de la productivité apparente de travail, de la valeur ajoutée et de l'emploi non agricoles (variation en glissement annuel en %)



Sources : HCP et calculs BAM.

Concernant les coûts salariaux, les dernières données relatives au premier trimestre indiquent une augmentation de l'indice des salaires moyens, calculé sur la base des données de la CNSS, de 4,4% après 2,9%, en termes nominaux et de 3,5% contre 1,4%, en termes réels.

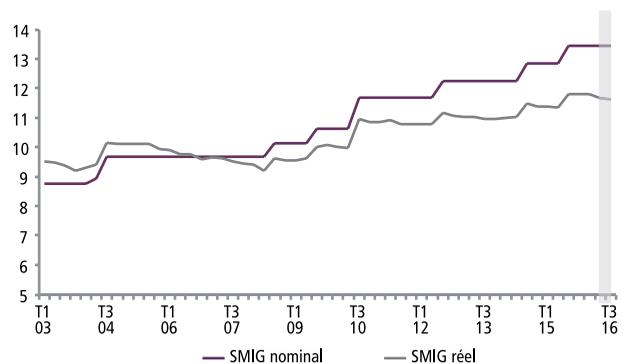
Graphique 5.8 : Evolution de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour ce qui est du SMIG en particulier, sous l'effet de sa revalorisation de 4,7% en juillet 2015 à 13,46 dhs/h, il s'est accru, en termes réels en glissement annuel, de 2,8% au deuxième trimestre 2016 mais devrait baisser de 1,6% au prochain trimestre.

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



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

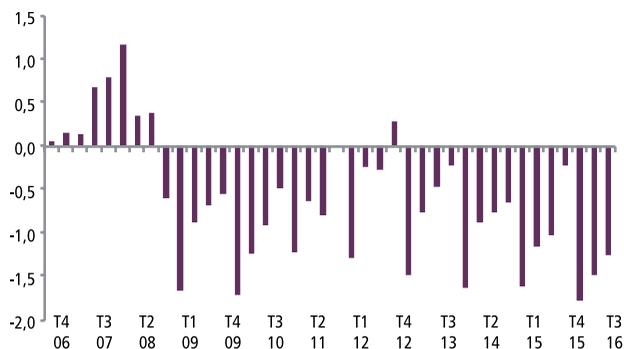
² Appréhendée par le rapport entre la valeur ajoutée non agricole et la population active occupée hors agriculture.

Tableau 5.1 : Evolution des principaux indicateurs du marché de travail

	T2- 2015	T2-2016	
Taux d'activité (en %)	48,0	47,2	
Urbain	42,2	41,4	
Rural	57,2	56,3	
Taux de chômage (en %)	8,7	8,6	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	20,5	21,5	
Urbain	13,4	12,8	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	38,6	38,8	
Rural	3,3	3,7	
Créations d'emplois (en milliers)	38	-26	
Urbain	72	38	
Rural	-34	-64	
Secteurs			
- Agriculture	-58	-175	
- Industrie y compris l'artisanat	14	38	
- BTP	16	41	
- Services	66	70	
Productivité apparente non agricole (variation en %)	-0,1	-0,2	
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	2,9	4,4
	Réel	1,4	3,5

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

Au total, l'output gap devrait rester négatif au cours du deuxième et troisième trimestres 2016 selon les prévisions de Bank Al-Maghrib.

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

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

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la Politique Monétaire, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, a enregistré une nette accélération au deuxième trimestre 2016, sous l'effet principalement de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle est ainsi passée de 1% au premier trimestre à 1,9% au deuxième trimestre, avant de revenir à 1,6% en juillet et août 2016, en lien avec l'atténuation de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils et dans une moindre mesure avec la dissipation de l'effet des augmentations précédentes des tarifs de certains produits réglementés.

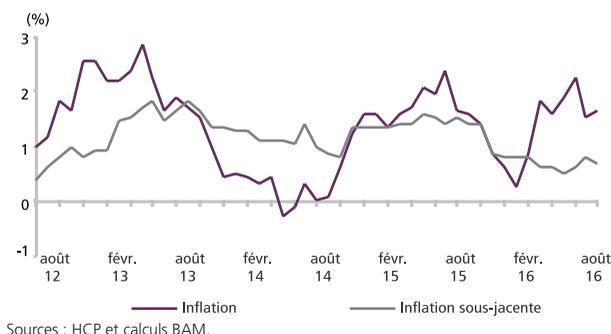
Orientés par la légère reprise des cours internationaux, les prix des carburants et lubrifiants ont, pour leur part, enregistré une décélération de leur rythme de baisse de 6,5% au deuxième trimestre à 6,1% et à 4,8% en juillet et août. Quant à l'inflation sous-jacente, tout en restant à un niveau relativement modéré, elle s'est légèrement accélérée passant de 0,5% à 0,8% en juillet avant de revenir à 0,7% en août, en relation avec l'évolution des prix de certains produits alimentaires.

A court terme, l'inflation devrait ralentir à 1,6% au troisième trimestre, reflétant essentiellement la poursuite de la décélération du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils, qui devrait plus que compenser la progression de l'inflation sous-jacente.

6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation s'est caractérisée durant les derniers mois par de fortes variations induites principalement par les prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle est passée de 1% au premier trimestre à 1,9% au deuxième trimestre avant de revenir à 1,6% en juillet et août. La progression des prix des produits alimentaires à prix volatils est revenue de 11,7% au deuxième trimestre de l'année, soit le rythme le plus rapide depuis fin 2010, à 8,5% en juillet et août. La baisse des prix des carburants et lubrifiants est revenue, pour sa part, de 6,5% à 6,1% et à 4,8%, alors que l'augmentation des prix des tarifs des produits réglementés s'est limitée à 0,6% et à 0,5% en juillet et août au lieu de 1% au deuxième trimestre. Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente reste à un niveau relativement bas en dépit de la légère accélération enregistrée en juillet.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	juin 16	juil. 16	août 16	juin 16	juil. 16	août 16
Inflation	0,4	-0,2	0,0	2,3	1,6	1,6
- Produits alimentaires à prix volatils	1,9	-1,6	0,6	14,4	8,5	8,5
- Carburants et lubrifiants	4,2	-1,7	-3,7	-4,9	-6,1	-4,8
-Produits réglementés	0,0	0,0	-0,1	0,7	0,6	0,5
Inflation sous-jacente	0,3	0,3	-0,2	0,6	0,8	0,7
- Produits alimentaires	0,2	0,3	0,0	0,2	0,4	0,6
- Articles d'habillement et chaussures	0,1	0,1	-0,1	1,3	1,0	0,6
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,2	0,1	0,0	1,0	1,1	0,9

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

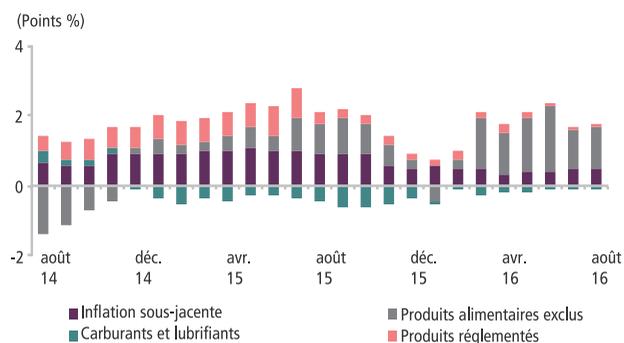
* Hors produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

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

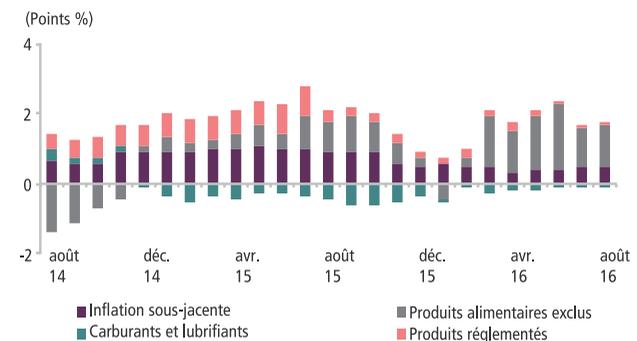
En relation avec des chocs successifs ayant concerné plusieurs produits, le rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils a connu une nette accélération depuis le début de l'année, passant de 3,2% au premier trimestre à 11,7% au second trimestre, portant ainsi leur contribution à l'inflation de 0,4 à 1,5 point de pourcentage. Toute en restant relativement élevée, l'inflation de ces produits s'est relativement atténuée en juillet et août à 8,5%. La décélération a concerné particulièrement les prix des légumes frais dont le rythme d'accroissement est revenu de 15,3% au second trimestre à 9,4% en juillet et à 8,2% en août et les agrumes dont les prix sont revenus en moyenne à leur niveau de l'année précédente après une hausse de 32,1% au deuxième trimestre.

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



La hausse des tarifs des produits réglementés s'est limitée à 0,6% en juillet et à 0,5% en août au lieu de 1% au deuxième trimestre 2016, en lien principalement avec la dissipation de l'effet du relèvement des tarifs des tabacs intervenue en juin 2015. Cette évolution a été légèrement atténuée par la progression des prix des services médicaux à partir de mai 2016. Pour sa part, la baisse des prix des carburants et lubrifiants est revenue de 6,5% à 6,1% et à 4,8% en juillet et août, reflétant les effets divergents de la relative reprise des cours mondiaux des produits pétroliers et de l'appréciation de la monnaie nationale face au dollar américain.

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

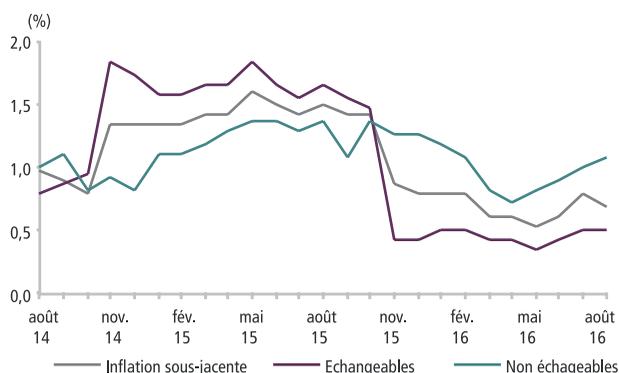


6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente s'est accélérée de 0,5% au deuxième trimestre à 0,8% en juillet et 0,7% en août, traduisant une progression du rythme d'accroissement des prix aussi bien des produits échangeables que des non échangeables. En effet, l'inflation des biens échangeables s'est inscrite en légère progression, passant de 0,4% au deuxième trimestre à 0,5% en juillet et août, sous l'effet essentiellement de l'accélération des prix des légumineuses et des produits à base de céréales. La contribution de cette catégorie de biens à l'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à 0,3 point de pourcentage au lieu de 0,2 point. Pour sa part, l'inflation des biens non échangeables s'est accentuée de 0,8% au cours du deuxième trimestre à 1% en juillet et à 1,1% en août, reflétant notamment la progression

des prix des viandes fraîches de 0,2% après des baisses de 0,2% en juillet et de 0,6% au trimestre précédent. La contribution des biens non échangeables à l'inflation sous-jacente est passée de 0,4 au deuxième trimestre à 0,5 point de pourcentage en juillet et août.

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



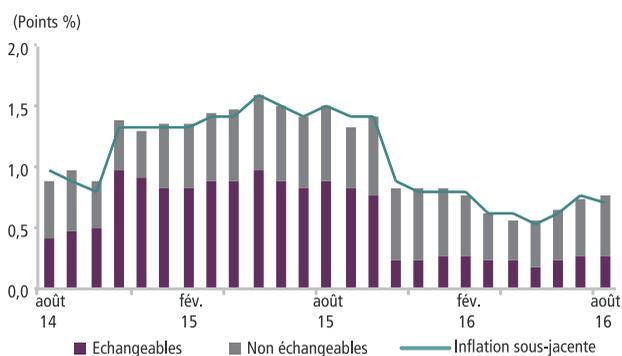
Sources : HCP et calculs BAM.

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

(En %)	Evolution en glissement mensuel			Evolution en glissement annuel		
	juin 16	juil. 16	août 16	juin 16	juil. 16	août 16
Biens échangeables	0,0	0,1	0,0	0,4	0,5	0,5
Biens non échangeables	0,3	0,3	0,1	0,9	1,0	1,1
Inflation sous-jacente	0,3	0,3	-0,2	0,6	0,8	0,7

Sources : HCP et calculs BAM.

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

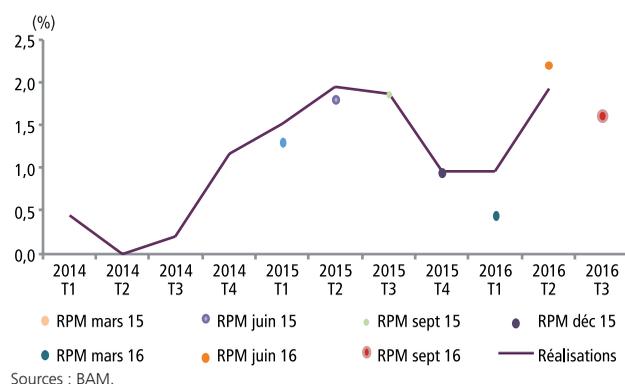


Sources : BAM.

6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

Après avoir augmenté de 1% au premier trimestre à 1,9% au deuxième trimestre, l'inflation devrait ralentir à 1,6% au troisième trimestre 2016. Cette évolution est liée essentiellement à une décélération prévue de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils, elle-même imputable à la dissipation des effets des chocs d'offre ayant concerné durant les derniers mois quelques produits alimentaires frais. La contribution de cette catégorie de produits à l'inflation devrait ainsi se limiter à 0,9 point de pourcentage au lieu de 1,5 point un trimestre auparavant. Le recul de l'inflation devrait résulter également d'un repli du rythme d'accroissement des tarifs des produits réglementés. En revanche, l'augmentation prévue des cours internationaux des produits pétroliers devrait se traduire par une poursuite de l'atténuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait progresser à 1% contre 0,5% le trimestre précédent, en lien avec la révision à la hausse des prévisions des prix de certains produits alimentaires.

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



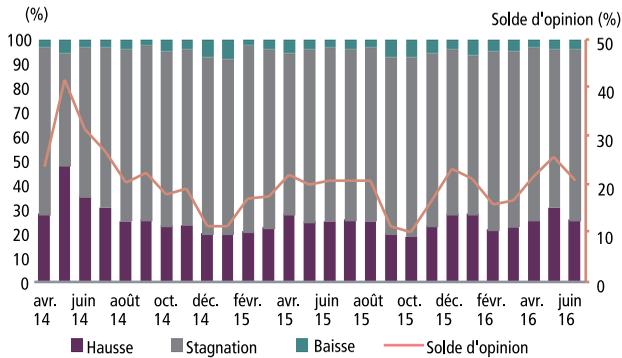
Sources : BAM.

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de juin 2016, font ressortir que 71% des industriels anticipent une

stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que 25% tablent sur une progression des prix et 4% d'entre eux prévoient une décélération.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation conduite par Bank Al-Maghrif au cours du troisième trimestre 2016 indiquent que les experts du secteur financier anticipent un taux d'inflation moyen de 1,8% entre le 3ème trimestre 2016 et le 2ème trimestre 2018.

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

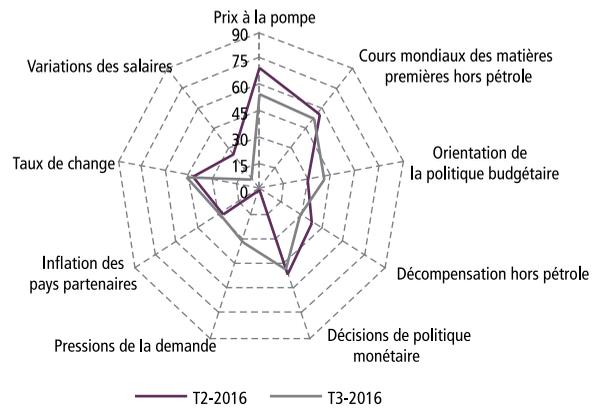


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

Ils s'accordent sur le rôle des décisions de politique monétaire, des évolutions des prix à la pompe et des cours mondiaux des matières premières comme principaux déterminants de l'évolution future de l'inflation.

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

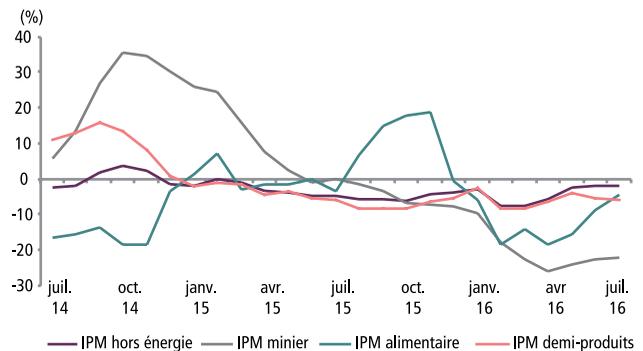


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à l'importation et à la production

En glissement annuel, les prix à l'import hors énergie continuent de s'inscrire sur la tendance baissière entamée depuis décembre 2014, avec un repli de 1,9% en juillet après 2,1% en juin et 2,6% en mai.

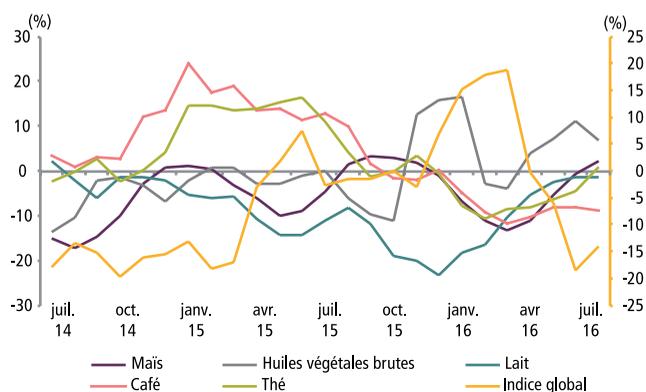
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à l'import (en glissement annuel)



Source : Office de Change et calculs BAM.

La baisse a concerné aussi bien les demi-produits que les produits alimentaires et les produits miniers. En effet, les prix à l'import des demi-produits ont vu leur rythme de baisse s'accroître de 5,5% à 5,9%. Par ailleurs, la diminution des prix à l'import s'est atténuée de 22,6% à 22,1% pour les produits miniers et de 8,5% à 4,2%, suite principalement au recul des prix à l'importation du blé de 16% après 21,3% un mois auparavant.

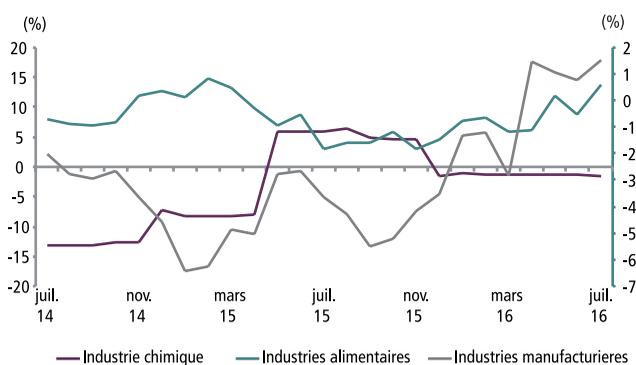
Graphique 6.11 : Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire (*)



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

Pour leur part, les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une hausse mensuelle de 0,2% en juillet, après avoir reculé de 0,1% en mai, en liaison essentiellement avec la progression des prix à la production de 0,6% pour les « industries alimentaires » et de 0,3% pour la « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ». Ces augmentations ont plus que compensé la baisse de 0,1% pour « l'industrie chimique » et « travail des métaux ».

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



Sources : HCP.

En glissement annuel, l'augmentation des prix à la production industrielle ressort à 1,5% en juillet au lieu de 0,8% en juin et 1% en mai.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

La croissance mondiale à moyen terme devrait ressortir légèrement inférieure aux niveaux prévus en juin, sous l'effet notamment de la montée des incertitudes liées aux modalités du Brexit et de son impact sur les marchés financiers et l'investissement. L'impact du Brexit sur la zone euro ne devrait se manifester qu'à moyen terme. La croissance dans la zone euro a été ainsi révisée à la baisse pour 2017 et à la hausse pour 2016, soutenue par les conditions monétaires accommodantes. Tenant compte de cette révision et de l'accentuation des incertitudes entourant la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis, le dollar devrait continuer sa dépréciation par rapport à l'euro. Sur les marchés des matières premières, bien que revus à la hausse, les cours mondiaux demeurent faibles, induisant un taux d'inflation bas dans la zone euro en 2016, mais qui devrait converger progressivement vers l'objectif de la BCE au terme de l'horizon.

Compte tenu de l'amélioration prévue à court terme de la croissance dans la zone euro et d'une moindre appréciation du taux de change, la prévision des exportations de biens a été révisée à la hausse en 2016. Pour 2017, elles ont été revues, en revanche, à la baisse, sous l'hypothèse d'une reprise plus lente de la demande étrangère. De même, les importations de biens devraient enregistrer en 2016 une progression plus importante que prévue en juin, tirée principalement par d'importantes acquisitions de biens d'équipement. Pour 2017, elles ont été révisées à la baisse, tenant compte en particulier de l'ajustement à la baisse des prévisions des prix internationaux du pétrole brut.

Dans ces conditions, et tenant compte de la révision à la baisse de l'hypothèse d'entrées en dons en provenance des pays du CCG en 2016 de 10 milliards à 8 milliards, le déficit du compte courant devrait s'aggraver à 1,9% du PIB au lieu de 1,2% prévu en juin, avant de s'atténuer à 1,2% du PIB en 2017. Dans ces conditions, les réserves internationales nettes devraient se situer à moyen terme à des niveaux inférieurs à ceux prévus en juin. Elles devraient ainsi assurer la couverture de 7 mois et 6 jours d'importations de biens et services en 2016 et de 7 mois et 20 jours en 2017.

Suite à la hausse de la réserve monétaire et à la révision à la baisse des réserves de change, la situation de la liquidité bancaire devrait ressortir déficitaire à fin 2016 avant de devenir excédentaire à fin 2017. Quant à l'orientation à moyen terme du crédit bancaire, elle ne devrait pas connaître de changement significatif par rapport aux prévisions de juin. La prévision du crédit au secteur non financier a été légèrement revue à la hausse à 3%, tenant compte de la révision à la hausse de la valeur ajoutée non agricole, et a été maintenue inchangée à 4% en 2017. En ce qui concerne la masse monétaire, elle devrait progresser de 5% en 2016 et de 5,6% en 2017.

Au niveau des finances publiques, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme. La prévision du déficit budgétaire a été maintenue à 3,8% du PIB, avec toutefois une révision à la hausse des recettes fiscales, compensée notamment par un ajustement des rentrées en dons en provenance des pays du CCG et de l'augmentation de la cotisation patronale induite par la mise en œuvre de la réforme du régime des retraites de la CMR. En 2017, le déficit budgétaire a été légèrement révisé à la baisse de 0,1 point à 3,2% du PIB, résultat d'une révision à la baisse de la masse salariale et des dépenses de compensation.



Pour ce qui est de la croissance, sa prévision pour 2016 a été révisée à la hausse à 1,4%, au lieu de 1,2% retenue en juin, suite à un ajustement de 0,1 point de pourcentage à 2,9% de la croissance du PIB non agricole, la baisse prévue de la valeur ajoutée agricole étant maintenue inchangée à 9%. La nouvelle estimation tient compte de la révision par le HCP du profil trimestriel des comptes nationaux au titre de l'année 2015 ainsi que de la progression plus importante que prévue de l'investissement au premier trimestre 2016. Elle prend en considération également les effets positifs escomptés sur la demande intérieure des évolutions récentes des indicateurs à haute fréquence, particulièrement la dynamique soutenue des importations de biens d'équipement et de voitures de tourisme. En 2017, la prévision de la croissance est maintenue inchangée à 4%, soutenue par un retour à une campagne agricole normale, d'une politique monétaire accommodante et d'une relative amélioration de l'activité de la zone euro par rapport à 2016.

Dans ce contexte, l'inflation devrait s'établir à 1,6% en 2016, prévision inchangée par rapport à celle communiquée en juin, avec toutefois une révision à la hausse de l'inflation sous-jacente, en liaison notamment avec la hausse des prix internationaux de certains produits alimentaires de base et l'amélioration de la demande intérieure, compensée par la dissipation plus rapide que prévue des effets de la hausse des prix des produits à prix volatils. En 2017, le niveau de l'inflation a été révisé à la hausse de 0,2 point de pourcentage à 1,2%, en liaison avec une amélioration de la demande intérieure et une révision à la hausse des prix des produits alimentaires de base.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

7.1.1 Reprise encore une fois plus lente de l'économie mondiale suite à une montée des incertitudes

La reprise de la croissance mondiale devrait être légèrement moins rapide, sous l'effet de la matérialisation du risque de Brexit et de la montée des incertitudes autour de son impact sur l'évolution future du commerce européen et des marchés de change aux Etats-Unis et au Japon en lien avec la sortie de capitaux du Royaume-Uni vers ces pays. Cette révision intervient également dans le cadre de l'accentuation des risques traditionnels à savoir la normalisation de la FED et les incertitudes autour des prix des produits énergétiques, ainsi que de l'émergence de nouveaux risques (terrorisme, coup d'Etat en Turquie, élections dans les pays de l'UE). En 2016, la croissance dans la zone euro devrait s'établir à 1,7% légèrement au-dessus de 1,6% prévue en juin, tirant profit des effets des mesures d'assouplissement quantitatif à court terme. La bonne conjoncture en Allemagne et en Espagne a été contrebalancée par les turbulences en France (grèves de travail) et en Italie (Référendum constitutionnel). La croissance devrait s'établir à 1,8% au lieu de 1,9% en 2017, impactée par les incertitudes autour des accords commerciaux entre l'union européenne et le Royaume-Uni. Les dernières données de l'investissement aux Etats-Unis indiquent un ralentissement de la reprise de l'activité économique à court terme alors que la consommation demeure soutenue. A moyen terme, l'incertitude autour des répercussions du Brexit, de la normalisation de la Fed ainsi que l'appréciation du Dollar devrait continuer à peser sur la croissance américaine. Elle s'établirait ainsi à 1,5% en 2016 au lieu de 1,8% prévue précédemment, et à 2,3% au lieu de 2,4% en 2017.

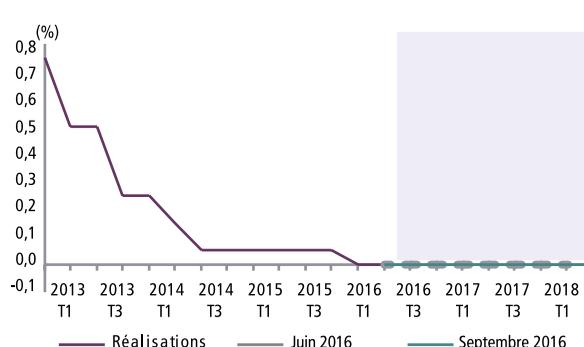
Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc devrait continuer à progresser à un rythme modéré.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Source: Prévisions GPM¹ d'août 2016, BCE et calculs BAM.

Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE



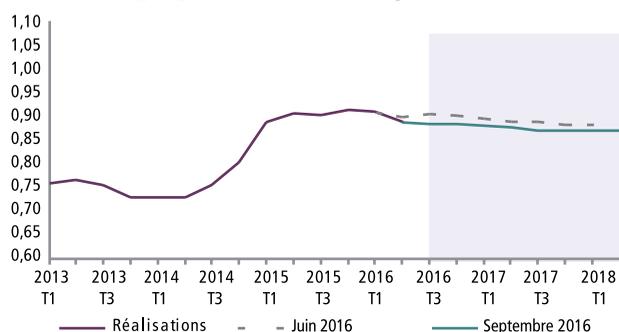
7.1.2 Légère dépréciation du dollar face à l'euro

Sur le plan des conditions monétaires, le scénario des prévisions de base ne suppose pas de changement au niveau des orientations des politiques monétaires de la Fed et de la BCE comparativement à l'exercice de juin. En effet, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux devrait être maintenue stable jusqu'à décembre 2016, alors que

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

la BCE, en plus du maintien de son taux directeur à 0%, devrait poursuivre son programme d'assouplissement quantitatif dont l'effet s'est déjà fait sentir sur l'offre des banques européennes. Par ailleurs, l'augmentation des incertitudes autour de la normalisation de la FED et le faible effet à court terme du Brexit sur la zone euro, devraient se traduire par une poursuite de la dépréciation du dollar face à l'euro.

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD



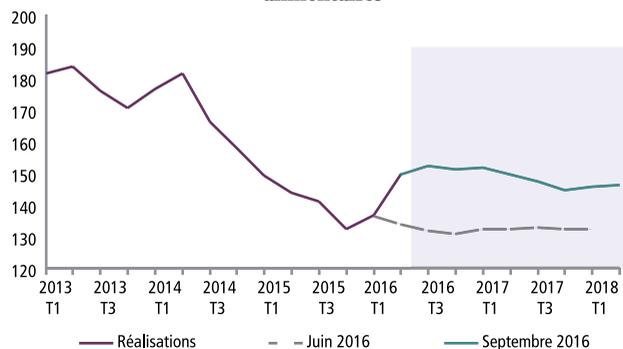
Source: Prévisions GPM d'août 2016 et calculs BAM.

7.1.3 Révision à la hausse des prix des produits énergétiques et alimentaires en 2016

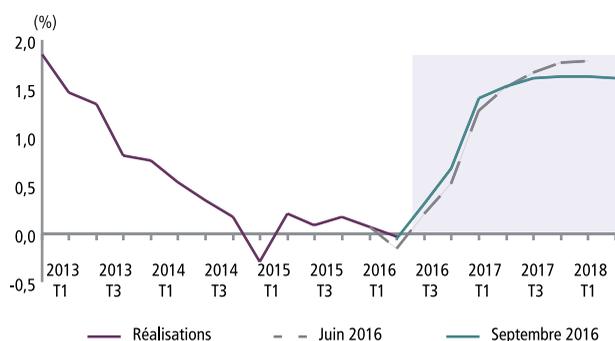
Dans un contexte de lenteur de la reprise de l'activité économique mondiale, les prix des matières premières devraient continuer à évoluer à un niveau relativement bas avec une légère révision à la hausse des prévisions des prix des matières premières énergétiques à court terme. Le prix moyen du pétrole brut devrait ainsi s'établir à 42,4\$/bl en 2016 contre 40,9\$/bl prévu en juin, suite à des chocs d'offre négatifs à savoir les feux de forêts au Canada et les attaques terroristes au Nigéria. En 2017, il devrait baisser légèrement pour atteindre 45,4\$/bl au lieu d'une prévision initiale de 48,1\$/bl. Cette révision étant liée aux perspectives d'une demande mondiale plus faible sur l'horizon. Concernant les prix internationaux des matières premières alimentaires, ils devraient se situer à des niveaux plus élevés sur l'horizon, tirés par une hausse des prix des huiles végétales et du sucre. Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro² devrait se situer à 0,2% en 2016 au lieu de 0,1% prévu en juin, sous l'effet de l'amélioration de la croissance à court terme. Elle devrait ensuite converger graduellement vers sa cible s'établissant à 1,5% en 2017.

Concernant le phosphate roche et le DAP, la Banque Mondiale a maintenu en juillet ses prévisions de leurs prix quasiment inchangées comparativement à l'exercice de prévision de juin à 118\$/mt et 355\$/mt respectivement en 2016 et à 117\$/mt et 364\$/mt en 2017, tandis qu'elle a légèrement révisé à la baisse le prix du TSP de 3,2% et de 2,8% respectivement en 2016 et 2017, pour s'établir désormais à 300\$/mt et à 306\$/mt. La poursuite du niveau bas sur l'horizon de prévision est liée notamment au surplus des capacités de production et le niveau bas des prix internationaux des produits alimentaires.

² La BCE prévoit en septembre un taux de 0,2% pour 2016 et de 1,2% pour 2017 pour l'inflation globale et de 0,9% et 1,3% respectivement pour l'inflation hors énergie et hors produits alimentaires.

Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires**Graphique 7.5 : Prix du pétrole brut (FMI)**

Source: Prévisions GPM d'août 2016 et calculs BAM.

Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro

Source: Prévisions GPM d'août 2016 et calculs BAM.

7.1.4 Poursuite de l'allègement du déficit budgétaire

L'orientation de la politique budgétaire n'a pas connu de changements notables par rapport à l'exercice de prévision de juin. La prévision du déficit budgétaire en 2016 a été maintenue à 3,8% du PIB, avec toutefois des révisions aussi bien au niveau des recettes que des dépenses. La révision à la hausse des recettes ordinaires recouvre une augmentation des recettes fiscales, principalement de l'IR et de la TVA à l'importation et une amélioration des recettes non fiscales qui a plus que compensé la révision à la baisse du montant prévu des dons en provenance des pays du CCG à 8 milliards de dirhams au lieu de 10 milliards retenus dans l'exercice de juin. En parallèle, les dépenses des autres biens et services ont été révisées à la hausse tenant compte de l'impact de la réforme des retraites, principalement l'augmentation de la contribution patronale de 1 point de pourcentage. En outre, la charge de compensation a été revue légèrement à la hausse en raison de la révision de l'hypothèse du prix du gaz à l'international et du taux de change pour les deux derniers trimestres de 2016.

Pour 2017, le déficit budgétaire a été légèrement révisé à la baisse revenant de 3,3% à 3,2% du PIB et ce, sous l'hypothèse du maintien de l'orientation actuelle de la politique budgétaire axée principalement sur la maîtrise des dépenses courantes et la mobilisation des ressources. Les recettes ont été maintenues inchangées, avec en particulier le maintien d'un montant de 8 milliards de dirhams en dons du CCG. En revanche, la masse salariale a été révisée à la baisse tenant compte du relèvement de l'âge de départ à la retraite de 6 mois chaque année au

lieu d'un an retenu précédemment. De même, la charge de compensation a été réduite en liaison avec la révision à la baisse des prévisions des cours mondiaux du pétrole ainsi qu'avec l'hypothèse d'un dirham plus apprécié par rapport au dollar.

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

Selon le Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, la production céréalière au titre de l'année agricole 2015-2016 est estimée à 33,5 millions de quintaux, soit la même hypothèse retenue en juin, en baisse de 71% par rapport à l'année précédente et de 59% par rapport à la moyenne des 5 dernières années. Cette évolution est liée d'une part, au faible volume pluviométrique, le plus bas enregistré durant les 30 dernières années, et d'autre part, à sa mauvaise répartition temporelle et spatiale. Concernant les autres cultures, elles devraient marquer une bonne performance particulièrement pour l'arboriculture fruitière, les cultures oléagineuses, les cultures maraîchères et la filière de l'élevage, favorisées par les précipitations survenues en février et mars.

En 2017, le scénario central suppose un retour à une campagne agricole moyenne avec une production céréalière de 70 millions de quintaux.

7.2 Projections macroéconomiques

Hausse plus importante que prévue des importations, notamment de biens d'équipement

Tenant compte de l'amélioration prévue à court terme de la demande étrangère et d'une moindre appréciation du taux de change, la prévision des exportations de biens a été révisée à la hausse de 0,9 point de pourcentage à 2,3% en 2016, alors qu'en 2017, elle a été revue à la baisse de 0,7 point à 3,2% en relation avec l'ajustement de la croissance dans la zone euro. En ce qui concerne les importations de biens, leur progression a été révisée à la hausse à 2,7% en 2016, au lieu de 2,2% prévue en juin, suite à l'accroissement important enregistré depuis mai des acquisitions de biens d'équipement. En 2017, elles devraient décélérer à 1,0%.

Pour ce qui est des recettes voyages, elles devraient progresser de 3,7% en 2016 et 2% en 2017, en révision à la baisse de 0,9 point de pourcentage et 0,6 point respectivement par rapport à l'exercice de juin. Ces ajustements tiennent compte des révisions opérées par l'office des changes des données relatives à l'année 2015, des évolutions récentes ainsi que de la reprise plus lente que prévue de la croissance de la zone euro en 2017. De même, la progression des transferts des MRE a été maintenue quasiment inchangée en 2016 à 4,6% et devrait poursuivre sa progression en 2017 pour s'établir à 4,7% avec toutefois une légère révision à la baisse, sous l'effet d'une croissance moindre de la zone euro par rapport à juin.

Tenant compte de l'hypothèse relative aux entrées de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards de dirhams en 2016 au lieu de 10 milliards prévu en juin, le déficit du compte courant devrait s'aggraver pour se situer à 1,9% du PIB en 2016 avant de revenir à 1,2% en 2017. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse d'entrée

d'investissements directs étrangers d'un montant équivalent à près de 2,4% du PIB en 2016 et 2017, les réserves internationales nettes devraient s'établir à 7 mois et 6 jours d'importations de biens et services en 2016 et à 7 mois et 20 jours en 2017.

Tableau 7.1 : Prévisions des composantes de la balance des paiements

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

* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Davantage d'assouplissement des conditions monétaires et poursuite de la progression modérée du crédit bancaire

Les conditions monétaires ressortent globalement plus assouplies en 2016. Suite à la décision du conseil de Bank Al-Maghrib de juin d'augmenter le taux de la réserve obligatoire de 2% à 4%, le taux interbancaire s'est progressivement aligné sur le taux directeur et un ajustement des taux a été observé sur les différents marchés. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait ressortir moins apprécié en 2016 comparativement à la prévision de juin, en liaison notamment avec l'appréciation à court terme de l'euro par rapport au dirham et une révision à la hausse de l'inflation des principaux pays partenaires et concurrents. En 2017, le taux de change réel devrait ressortir moins déprécié qu'en juin, en liaison avec l'appréciation du dirham contre certaines monnaies notamment la livre sterling ainsi qu'avec une prévision d'inflation plus élevée.

Tenant compte de la décision de la Banque centrale de relever le taux de la réserve monétaire de 2% à 4% de l'évolution observée et prévue des réserves de change, la situation de la liquidité bancaire devrait ressortir déficitaire à 13,3 milliards à fin 2016 et excédentaire de 2,4 milliards à fin 2017.

En ce qui concerne le crédit bancaire, la prévision de la progression des prêts au secteur non financier a été ajustée à 3% à fin 2016 au lieu de 2,7% prévue en juin, en relation avec la légère amélioration observée durant les derniers mois et la révision à la hausse de la valeur ajoutée non agricole. Elle devrait ressortir à 4% en 2017, soit un taux inchangé par rapport à juin. En ce qui concerne la masse monétaire, sa progression devrait s'établir à 5% en 2016. En effet, l'amélioration du crédit bancaire devant être compensée par une légère baisse du rythme de progression des réserves de change et par l'accentuation de la baisse des créances nettes sur l'administration centrale. Pour 2017, l'agrégat M3 devrait s'accroître de 5,6% au lieu de 5,8% prévu en juin.

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

	Réalizations				Prévisions		Ecart (septembre/juin)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	5,8	1,7	4,4	0,5	3,0	4,0	0,3	0,0
M3 (variation en %)	4,5	3,1	6,2	5,7	5,0	5,6	-0,4	-0,2
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-64,5	-68,4	-40,6	-16,5	-13,3	2,4	-21,0	-17,9

Source : BAM.

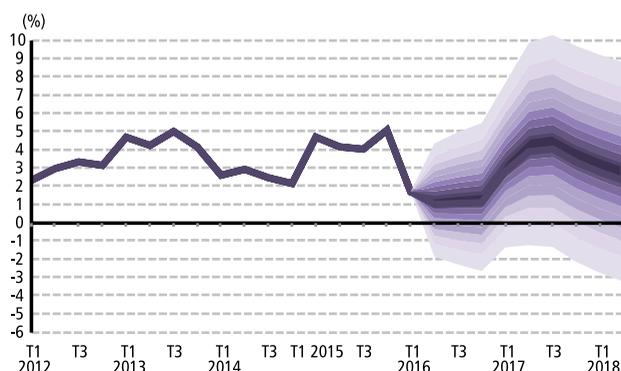
Ralentissement de la croissance nationale en 2016 et relative reprise en 2017

La prévision de la croissance nationale en 2016 a été révisée à la hausse à 1,4%, au lieu de 1,2% retenue en juin, reflétant une augmentation de 0,1 point de pourcentage à 2,9% de la croissance du PIB non agricole, la baisse prévue de la valeur ajoutée agricole étant maintenue inchangée à 9%.

La nouvelle estimation tient compte de la révision par le HCP des données des comptes nationaux trimestriels au titre de l'année 2015 ainsi que de la progression plus importante que prévue de l'investissement au titre du premier trimestre 2016. Elle a pour origine également la révision à la hausse de l'investissement et de la consommation finale des ménages sous l'impulsion de la dynamique soutenue des acquisitions de voitures de tourisme et des biens d'équipement et, dans une moindre mesure, des effets positifs escomptés de l'augmentation des emplois rémunérés au titre du deuxième trimestre 2016 et des signes d'amélioration de l'activité dans le secteur des travaux publics. Du côté du commerce extérieur, la contribution négative à la croissance des exportations nettes devrait se creuser suite à la révision à la hausse des importations de biens et services. Elle serait toutefois plus que compensée par la progression de la demande intérieure.

En 2017, la croissance devrait s'établir à 4%, prévision inchangée par rapport à l'exercice de juin, recouvrant une hausse de 10% de la valeur ajoutée agricole et de 3,2% du PIB non agricole. La reprise de la croissance devrait être essentiellement portée par une amélioration de la demande intérieure, bien que légèrement révisée à la baisse comparativement à juin, résultat en majeure partie de la révision à la baisse de la croissance de l'investissement liée à un effet de base. La contribution positive des exportations nettes a été révisée à la hausse, en liaison particulièrement avec la révision à la baisse des importations de biens et services, elle-même liée à l'atténuation de la progression de la demande intérieure. Pour leur part, les exportations de biens et services devraient poursuivre leur dynamique, avec toutefois un léger retrait par rapport à juin, sous l'effet de la révision à la baisse des perspectives de croissance de l'activité de la zone euro et d'une appréciation plus importante du taux de change effectif réel.

Graphique 7.7 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2016 - T2 2018), en glissement annuel*



* Ce graphique indique l'incertitude entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

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

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

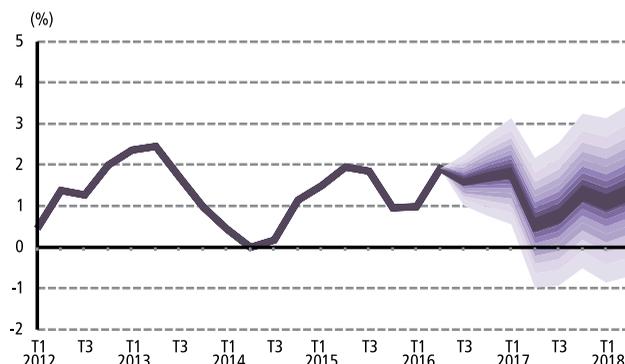
Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Au total, l'activité devrait continuer à évoluer en dessous de son potentiel en 2016, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes. L'output gap devrait rester négatif mais s'atténuer progressivement pour se fermer au terme de l'horizon de prévision, résultat de la conjonction de plusieurs facteurs favorables dont notamment, le retour à une campagne agricole moyenne, l'assouplissement des conditions monétaires et la relative amélioration de l'activité de la zone euro, bien que légèrement en deçà du niveau prévu en juin.

Légère révision à la hausse de l'inflation sous-jacente

L'inflation devrait s'établir à un niveau modéré de 1,3% en moyenne sur l'horizon de huit trimestres, soit entre le troisième trimestre 2016 et le deuxième trimestre 2018. En 2016, elle devrait se situer à 1,6%, prévision inchangée par rapport à celle communiquée en juin. Cette prévision recouvre néanmoins une révision à la hausse de 0,3 point de pourcentage à 0,9% de l'inflation sous-jacente, en liaison notamment avec la hausse des prix internationaux de certains produits alimentaires de base et l'amélioration de la demande intérieure, compensée par la dissipation plus rapide que prévu des effets de la hausse des prix des produits à prix volatils.

Graphique 7.8 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2016 - T2 2018)*



* Ce graphique indique l'incertitude entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Sources: Données du HCP, calcul et prévisions BAM.

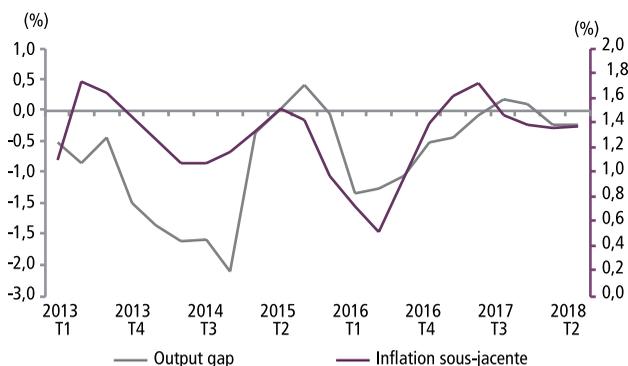
Tableau 7.4 : Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente

	Réalisations		Prévisions			Ecart (septembre/ juin)	
	2015	Moyenne Janv-Juil 2016	2016	2017	Horizon de 8 trimestres	2016	2017
Inflation	1,6	1,5	1,6	1,2	1,3	0,0	0,2
Inflation sous-jacente	1,3	0,7	0,9	1,6	1,4	0,3	0,3

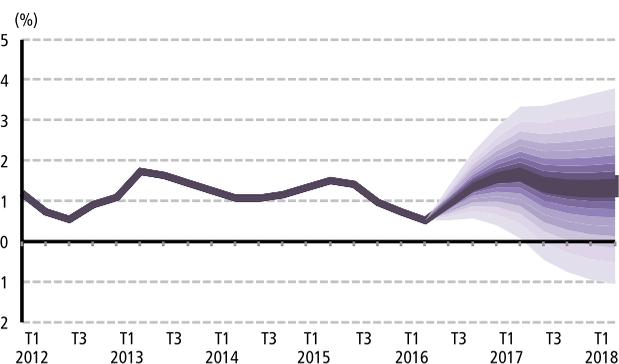
Sources: Données du HCP, calcul et prévisions BAM.

En 2017, la prévision de l'inflation a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage à 1,2%, suite notamment à une augmentation de l'inflation sous-jacente à 1,6% au lieu de 1,3% prévue en juin, en liaison avec l'amélioration de la demande intérieure et une révision à la hausse des prix des produits alimentaires de base.

Graphique 7.9 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap



Graphique 7.10 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2016 - T2 2018)*



* Ce graphique indique l'incertitude entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Sources: HCP, calcul et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

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

Pour ce qui est de la croissance, suite à la matérialisation du risque du Brexit, plusieurs incertitudes entourant les modalités des futurs accords commerciaux entre le Royaume-Uni et l'Union européenne peuvent affecter à la baisse la demande étrangère. D'autres incertitudes sont notamment liées à la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis et la montée des tensions géopolitiques ainsi qu'aux élections dans certains pays de l'Europe. En outre, le renversement de la tendance baissière des cours mondiaux des produits énergétiques et la volatilité de la production agricole et ses effets d'entraînement sur l'activité non agricole continuent à constituer un risque pour la croissance nationale en 2017. En revanche, en cas de poursuite des effets positifs des mesures d'assouplissement quantitatifs dans la zone euro, la demande étrangère devrait s'améliorer davantage.

Du côté de l'inflation, une poursuite de la tendance haussière des prix internationaux de certains produits alimentaires de base pourrait entraîner des révisions à la hausse de la prévision centrale. D'autres risques à la hausse pouvant impacter la projection centrale de l'inflation sont liés notamment à la hausse des cours internationaux du pétrole et l'augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social.

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)
HCP	: Haut Commissariat au Plan
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 des Salaires Moyens
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

GGraphique 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 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	16
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	17
Graphique 1.5	: Evolution du Spread Libor-OIS	17
Graphique 1.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)	17
Graphique 1.7	: Evolution du taux de change euro/dollar	17
Graphique 1.8	: Cours mondial du Brent en dollar.....	18

Graphique 1.9	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	19
Graphique 1.10	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés	19
Graphique 1.11	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	19
Graphique 2.1	: Evolution des exportations	20
Graphique 2.2	: Evolution des exportations du secteur automobile janvier-juillet 2016	21
Graphique 2.3	: Evolution des importations	21
Graphique 2.4	: Evolution des transferts MRE	22
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	23
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	24
Graphique 3.3	: Evolution du coût de financement des banques	24
Graphique 3.4	: Evolution des taux débiteurs	24
Graphique 3.5	: Evolution du taux de change du dirham	25
Graphique 3.6	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	25
Graphique 3.7	: Ecart monétaire	25
Graphique 3.8	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire	25
Graphique 3.9	: Variation en glissement annuel du crédit	26
Graphique 3.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	26
Graphique 3.11	: Evolution de l'offre et de la demande	27
Graphique 3.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	27
Graphique 3.13	: Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers	27
Graphique 3.14	: Evolution du nombre de transactions immobilières	28
Graphique 3.15	: Evolution quotidienne de l'indice MASI	28
Graphique 3.16	: Evolution des indices sectoriels deuxième trimestre 2016	28
Graphique 3.17	: Evolution de l'encours des bons du Trésor	29
Graphique 3.18	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables	29
Graphique 3.19	: Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur	30
Graphique 3.20	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM	30
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes publiques	32
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	33
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires	33
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement de janvier à août	33
Graphique 4.5	: Soldes budgétaires à fin août de 2010 à 2016 et LF 2016	34
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financements	34
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	35
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	37
Graphique 5.2	: Evolution en glissement annuel du PIB	38
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	38
Graphique 5.4	: Evolution des créations d'emplois par secteur	39
Graphique 5.5	: Evolution du taux de chômage	39
Graphique 5.6	: Evolution du taux de chômage et du taux de sous-emploi	40
Graphique 5.7	: Evolution de la productivité apparente de travail, de la valeur ajoutée et de l'emploi non agricoles	40
Graphique 5.8	: Evolution de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé	40
Graphique 5.9	: Evolution du SMIG horaire en termes nominaux et réels	40
Graphique 5.10	: Evolution de l'output-gap non agricole	41
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente	42
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	43
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	43
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	44
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	44

Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	44
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation des trois prochains mois par les chefs des entreprises	45
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	45
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation anticipée par les experts du secteur financier	45
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import	45
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire	46
Graphique 6.12	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	46
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro	49
Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE.....	49
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	50
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires.....	51
Graphique 7.5	: Prix du pétrole brut	51
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	51
Graphique 7.7	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2016 - T2 2018)	55
Graphique 7.8	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2016 - T2 2018)	56
Graphique 7.9	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	56
Graphique 7.10	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2016 - T2 2018)	56

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	19
Tableau 2.1	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés	20
Tableau 2.2	: Evolution des principaux produits à l'import	21
Tableau 2.3	: Evolution de la balance de services	22
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	24
Tableau 3.2	: Taux créditeurs	24
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	31
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	32
Tableau 4.3	: Financements des déficits	34
Tableau 4.4	: Perspectives d'endettement du Trésor	35
Tableau 5.1	: Evolution des principaux indicateurs du marché de travail	41
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	42
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX.....	44
Tableau 7.1	: Prévisions des composantes de la balance des paiements.....	53
Tableau 7.2	: Prévisions de la croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire	54
Tableau 7.3	: Croissance du PIB et de ses composantes	55
Tableau 7.4	: Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente.....	56