



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 39 / 2016

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 21 JUIN 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](mailto:deri@bkam.ma)

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



@BankAlMaghrib

# SOMMAIRE

<b>Préambule</b>	<b>5</b>
<b>Communiqué de presse</b>	<b>7</b>
<b>Aperçu général</b>	<b>10</b>
<b>1. Développements internationaux</b>	<b>15</b>
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	16
1.3 Prix des matières premières et inflation	18
<b>2. Comptes extérieurs</b>	<b>20</b>
2.1 Evolution de la balance commerciale	20
2.2 Autres rubriques de la balance courante	22
2.3 Compte financier	22
<b>3. Monnaie, crédit et marché des actifs</b>	<b>23</b>
3.1 Conditions monétaires	23
3.2 Prix des actifs	28
<b>4. Orientation de la politique budgétaire</b>	<b>32</b>
4.1 Recettes ordinaires	32
4.2 Dépenses publiques	33
4.3 Déficit et financement du Trésor	35
<b>5. Demande, offre et marché du travail</b>	<b>37</b>
5.1 Demande intérieure	37
5.2 Demande extérieure	38
5.3 Offre globale	39
5.4 Marché du travail et capacités de production	40
<b>6. Evolution récente de l'inflation</b>	<b>44</b>
6.1. Evolution de l'inflation	44
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	46
6.3. Anticipations de l'inflation	46
6.4. Prix à l'importation et à la production	47
<b>7. Perspectives à moyen terme</b>	<b>49</b>
Synthèse	49
7.1 Hypothèses sous-jacentes	51
7.2 Projections macroéconomiques	54
7.3 Balance des risques	59
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS</b>	<b>60</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	<b>61</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>62</b>



# 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*



# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 21 juin 2016

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa deuxième réunion trimestrielle de l'année le mardi 21 juin. Lors de cette réunion, il a examiné et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2015. Le Conseil a également analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les prévisions macroéconomiques pour les huit prochains trimestres sur la base des travaux élaborés par la Banque.
2. Tenant compte d'une prévision d'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a jugé que le niveau actuel de 2,25% du taux directeur demeure approprié.
3. Notant l'amélioration structurelle de la liquidité bancaire, le Conseil a décidé de porter le taux de la réserve monétaire de 2% jusqu'à 5% et d'instaurer une rémunération de cette réserve pour les banques déployant plus d'efforts en matière d'octroi de crédit.
4. Le Conseil a noté que l'inflation s'est accélérée depuis sa réunion de mars 2016, sous l'effet principalement d'une augmentation importante des prix des produits alimentaires à prix volatils. Tenant compte de ces évolutions, la prévision de l'inflation pour 2016 a été revue à la hausse à 1,6%, sa composante sous-jacente ayant en revanche été maintenue quasi-inchangée à 0,6%. En 2017, l'inflation devrait revenir à 1%, la dissipation des effets des chocs sur les prix des produits alimentaires à prix volatils devant plus que compenser la hausse prévue de l'inflation sous-jacente et des prix des carburants et lubrifiants.
5. Au plan international, la reprise dans les principaux pays avancés est restée globalement lente au premier trimestre, la croissance en glissement annuel s'étant stabilisée à 2% aux Etats-Unis et à 1,7% dans la zone euro. Sur le marché du travail, le taux de chômage a stagné à 10,2% en avril dans la zone euro et a reculé à 4,7% en mai aux Etats-Unis, avec toutefois une faible création d'emplois. Au niveau des pays émergents, l'activité a de nouveau ralenti en Chine et la contraction du PIB s'est poursuivie au Brésil, alors qu'en Inde, la croissance a enregistré une forte accélération, soutenue par la vigueur de la consommation. A moyen terme, les prévisions de croissance ont été révisées à la baisse pour les Etats-Unis et légèrement à la hausse pour la zone euro. En Chine, les perspectives ressortent relativement meilleures par rapport à mars, avec la mise en place du programme de relance budgétaire dans le cadre du nouveau plan 2016-2020.
6. Sur les marchés des matières premières, quoiqu'en reflux en glissement annuel, le cours du Brent a affiché au mois de mai une augmentation de 23,9% depuis le début de l'année. En revanche, pour les phosphates et dérivés, le prix s'est stabilisé d'une année à l'autre à 115 dollars la tonne pour le brut et a reculé de 25,7% pour le DAP et de 25,3% pour le TSP. En termes de perspectives, les cours du pétrole devraient évoluer à la hausse, alors que ceux des dérivés de phosphates sont prévus en sensible baisse.

7. Dans ces conditions, l'inflation est restée globalement faible dans les pays avancés. Dans la zone euro en particulier, les prix ont reculé en glissement annuel de 0,1% en mai et leur hausse devrait rester limitée à 0,2% en 2016 avant de s'accélérer à 1,3% en 2017 selon les prévisions de la BCE publiées à l'issue de la réunion du 2 juin de son conseil. Ce dernier a décidé lors de cette réunion de maintenir son taux directeur à 0% et a annoncé le lancement à partir du 8 juin des rachats mensuels d'obligations d'entreprises et du 22 juin d'une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme. Par ailleurs, lors de sa réunion les 14 et 15 juin, la FED a gardé inchangée, entre 0,25% et 0,5%, la fourchette cible des fonds fédéraux.
8. Au niveau national, les données des comptes nationaux pour 2015 indiquent une accélération de la croissance à 4,5%, tirée par une expansion de 12,8% de la valeur ajoutée agricole, le PIB non agricole s'étant accru de 3,5%. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages a enregistré un ralentissement à 2,4%, l'investissement a reculé pour la deuxième année consécutive, alors que la contribution des exportations nettes à la croissance est ressortie de nouveau positive. Pour 2016, tenant compte d'une production agricole hors céréales meilleure que prévu en mars, Bank Al-Maghrib a révisé la contraction de la valeur ajoutée agricole à 9%. La progression du PIB non agricole ayant été maintenue quasi-inchangée à 2,8%, la croissance devrait ainsi s'établir à 1,2%. Pour 2017, sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne, la Banque table sur une accélération de la croissance à 4%, avec des hausses de 10% de la valeur ajoutée agricole et de 3,2% du PIB non agricole.
9. Sur le marché du travail, l'économie nationale a accusé au premier trimestre une perte de 13 mille postes d'emploi, avec notamment un repli de l'emploi dans l'industrie, y compris l'artisanat, et de faibles créations dans les services et le BTP. En parallèle, le taux d'activité a poursuivi sa tendance baissière, enregistrant un sensible recul de 0,7 point de pourcentage à 46,3%. Dans ces conditions, le taux de chômage a augmenté de 0,1 point à 10% au niveau national. Il est passé de 14,3% à 14,6% en milieu urbain et de 4,7% à 4,5% en milieu rural.
10. Au plan des comptes extérieurs, en dépit d'une forte baisse des expéditions de phosphates et dérivés, les exportations ont enregistré une hausse de 2% à fin mai, tirées principalement par la poursuite de la performance de la construction automobile. Tenant compte de l'importante révision à la baisse des prévisions des prix des dérivés de phosphates, la progression des exportations devrait se limiter à 1,4% en 2016 avant de s'accélérer à 4,6% en 2017. En parallèle, reflétant des augmentations sensibles des acquisitions de biens d'équipement et de produits finis de consommation, les importations ont affiché un accroissement de 4,3%, rythme plus important que prévu en mars, amenant à une révision à la hausse de leur projection pour 2016. Pour les autres principaux postes du compte courant, les recettes de voyage et les transferts des MRE ont affiché à fin mai des améliorations de 6,4% et de 4,1% respectivement et devraient continuer de progresser à des rythmes plus rapides que prévu en mars. Tenant compte de ces évolutions, d'un prix moyen du pétrole de 40,9\$ le baril en 2016 et de 48,1\$ en 2017 et d'entrées en dons des pays du CCG de 10 milliards et de 8 milliards respectivement, le déficit du compte courant devrait s'atténuer à 1,2% du PIB en 2016 et à 0,8% en 2017. Sous l'hypothèse de la poursuite de flux d'IDE d'un niveau comparable aux années précédentes, les réserves de change devraient se renforcer davantage pour assurer la couverture de 7 mois et 18 jours d'importations de biens et services à fin 2016 et de 8 mois et 6 jours au terme de 2017.

- 
11. La poursuite de l'amélioration des réserves de change a induit une baisse du besoin de liquidité du système bancaire, revenant de 18,2 milliards à fin décembre 2015 à 2,4 milliards à fin mai. En parallèle, sous l'effet de la réduction du taux directeur lors de la réunion du Conseil du 22 mars, la détente des taux s'est poursuivie sur les marchés interbancaire et ceux de la dette privée et publique. Dans ce contexte, le crédit bancaire au secteur non financier a enregistré une légère amélioration, affichant un accroissement de 0,7% sur les quatre premiers mois de l'année. Sa prévision a été légèrement révisée à la hausse à 2,7% pour 2016 et maintenue à 4% pour 2017. Les conditions monétaires au cours du premier trimestre ont également été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel, avec notamment une hausse de la valeur de la monnaie nationale face au dollar américain et aux devises des principaux pays concurrents.
12. S'agissant des finances publiques, après un déficit de 4,4% du PIB en 2015, l'exécution budgétaire à fin avril fait ressortir un alourdissement de 5,6 milliards de dirhams des dépenses, reflétant principalement des hausses de celles d'investissement et d'acquisition de biens et services. En parallèle, les recettes se sont renforcées de 2,3 milliards, avec notamment un accroissement de celle des impôts directs et un recul de celles de monopole. En conséquence, le déficit budgétaire s'est creusé de 2 milliards à 21,1 milliards et a été couvert en grande partie par des financements intérieurs. En termes de perspectives, sous l'hypothèse du maintien de l'orientation actuelle de la politique budgétaire et d'entrées en dons du CCG de 10 milliards de dirhams en 2016 et de 8 milliards en 2017, le déficit budgétaire pourrait revenir à 3,8% du PIB en 2016 et à 3,3% en 2017.

## APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du premier trimestre 2016, l'activité économique est restée faible dans les principaux pays avancés. La croissance a légèrement ralenti de 2,1% à 2% au Royaume-Uni, s'est stabilisée à 2% aux Etats-Unis et à 1,7% dans la zone euro et est revenue de 0,8% à 0% au Japon. Sur le marché du travail, malgré une faible création d'emplois, le taux de chômage a reculé, entre avril et mai, à 4,7% aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro, il a stagné à 10,2% en avril. Au niveau des principaux pays émergents, le rythme de progression de l'activité en Chine a décéléré à 6,7% contre 6,8% en relation avec la faiblesse de la demande. En Inde, il est passé de 6,9% à 7,4% à la faveur de la vigueur de la consommation des ménages, alors qu'au Brésil, la récession s'est poursuivie avec une contraction de 5,4%.

Les incertitudes entourant la reprise de l'activité dans les pays avancés s'est reflétée sur les marchés boursiers, avec des diminutions entre avril et mai, de 1,7% pour l'EUROSTOXX50, de 0,8% pour le Dow Jones et de 0,2% pour le NIKKEI 225. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est replié de 3,9%, reflétant principalement des contractions de 7,3% de l'indice de la Turquie, de 4,8% de celui de la Chine et de 0,4% de celui de l'Inde. Sur les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans a connu des évolutions contrastées selon les pays. Il a augmenté pour la France, l'Espagne, la Chine et l'Inde, a stagné pour l'Allemagne et les Etats-Unis et a baissé pour le Brésil et la Grèce. Pour ce qui est des marchés de change, l'euro est demeuré en mai inchangé face au dollar à 1,13, le real brésilien s'est apprécié de 1,1%, le yuan chinois est resté stable à 6,5 yuans pour un dollar, alors que la livre turque s'est dépréciée de 3,7% et la roupie indienne de 0,4%. Concernant le crédit bancaire, sa croissance annuelle a stagné entre avril et mai à 7% aux Etats-Unis et s'est consolidée de 1% en mars à 1,1% en avril dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, bien qu'en baisse de 26,8% en glissement annuel en mai, le prix du Brent a enregistré une progression de 10,2% entre avril et mai. Concernant le phosphate et ses dérivés, le cours du brut s'est stabilisé en glissement annuel à 115 dollars la tonne alors que les prix ont reculé de 25,7% pour la DAP et de 25,3% pour le TSP.

Dans ces conditions, l'inflation est restée faible dans la plupart des pays avancés. L'indice des prix a accusé un recul en mai de 0,1% dans la zone euro après celui de 0,2% un mois auparavant, alors qu'aux Etats-Unis, le taux d'inflation est revenu de 1,1% à 1%.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, les Banques centrales des principaux pays avancés ont maintenu inchangé leurs taux. La FED a décidé, lors de sa réunion du 15 juin, de garder son taux dans une fourchette cible allant de 0,25% à 0,5%. De même, la BCE a décidé le 2 juin de maintenir son taux à 0% et a annoncé qu'elle entamera le 8 juin ses achats mensuels dans le cadre de son programme de rachats d'obligations émises par les entreprises et le 22 juin une nouvelle série des opérations de refinancement à plus long terme. Au niveau des pays émergents, les Banques centrales du Brésil et de l'Inde ont décidé, lors de leurs dernières réunions de maintenir inchangés leurs taux directeurs, alors que celle de la Russie a baissé son taux de 11% à 10,5% le 10 juin.

Au niveau national, les données à fin mai des comptes extérieurs indiquent un creusement de 7,7% du déficit commercial par rapport à la même période de 2015. Les importations se sont accrues de 4,3%, sous l'effet notamment d'une importante progression des achats de biens d'équipement et de produits finis de consommation, les approvisionnements en produits énergétiques ayant, en revanche, reculé de 31,2%. En regard, en dépit d'un repli de 11,2% des ventes de phosphates et dérivés, les exportations ont globalement augmenté de 2%, traduisant notamment un accroissement de 23,7% des expéditions de la construction automobile. Pour les autres rubriques du compte courant, après une baisse de 7,1% un an auparavant, les recettes de voyages ont marqué une progression de 6,4% et les transferts des MRE se sont accrues de 4,1%. Tenant compte d'un recul de 22,5% des flux nets au titre d'IDE et des autres opérations financières, les réserves de change se sont renforcées de 25,2% à 243,3 milliards à fin mai, soit l'équivalent de 7 mois et 8 jours d'importations de biens et de services.

Cette amélioration s'est reflétée sur la situation de la liquidité bancaire qui s'est sensiblement améliorée, le besoin étant revenu de 21 milliards de dirhams au quatrième trimestre à 12,8 milliards en moyenne au cours du premier trimestre 2016. Bank-Al Maghrib a ainsi réduit le volume de ses injections à 13,3 milliards de dirhams. Dans ces conditions et suite à la décision du Conseil de la Banque centrale du 22 mars d'abaisser le taux directeur de 25 points de base, une détente des taux d'intérêt a été observée sur les différents marchés. Les conditions monétaires ont été également caractérisées, au cours du premier trimestre, par une appréciation de 1,7% du taux de change effectif réel et une légère amélioration du rythme d'accroissement du crédit au secteur non financier, avec notamment une atténuation de la baisse des prêts aux sociétés non financières privées. Au total, la modération du taux de croissance du crédit bancaire, conjuguée au recul des créances nettes sur l'administration centrale, se sont traduits par une décélération de la masse monétaire de 5,8% à 5,3%.

Sur le volet des finances publiques, les données arrêtées à fin avril 2016 font ressortir un déficit budgétaire de 21,1 milliards, en creusement de 2 milliards par rapport à la même période de 2015. Les dépenses globales se sont alourdies de 5,6%, reflétant un accroissement de 16,4% de celles d'investissement, de 5% de celles de biens et services et de 9,6% des intérêts de la dette, la charge de compensation ayant en revanche reculé de 30,4%. En regard, les recettes ordinaires ont progressé de 3%, recouvrant une amélioration des rentrées fiscales, principalement des impôts directs, et une forte diminution de celles non fiscales, en liaison avec la faiblesse des versements des entreprises publiques au titre de monopoles. Compte tenu de la constitution d'arriérés de paiement pour un montant de 282 millions, portant leur stock à fin avril à 5,4 milliards, le Trésor a dégagé un déficit de caisse de 20,8 milliards, en atténuation de 3,8 milliards. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 17,3 milliards, et par un flux net extérieur de 3,5 milliards.

Les données des comptes nationaux pour le quatrième trimestre indiquent une accélération de la croissance économique à 5,2% en glissement annuel contre 4,6% le trimestre précédent. Cette évolution s'explique par une expansion de la valeur ajoutée agricole de 13,5% après 15,9% et une progression du PIB non agricole de 4,2% au lieu de 3,2%. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages s'est accrue de 5% et l'investissement a progressé de 6,7%, alors que la consommation des administrations publiques a reculé de 1,9%. En ce qui concerne les exportations nettes, leur contribution à la croissance s'est située à 0,6 point de pourcentage. Pour l'ensemble de l'année 2015, la croissance économique s'est établie à 4,5%, reflétant une hausse de 12,8% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3,5% du PIB non agricole. Du côté de la demande, le rythme

d'accroissement de la consommation finale des ménages a ralenti à 2,4% et l'investissement a baissé de 2,7%, alors que le rythme de progression de la consommation des administrations publiques a quasi stagné à 1,9%. Pour ce qui est des exportations nettes, leur contribution à la croissance ressort positive pour la deuxième année consécutive, à hauteur de 3,5 points de pourcentage.

Au niveau du marché du travail, l'économie nationale a accusé une perte de 13 mille emplois au premier trimestre 2016, reflétant une contraction de 15 mille emplois dans le secteur agricole, de 14 mille dans l'industrie y compris l'artisanat et des créations de 10 milles postes dans les services et de 6 mille dans le BTP. Tenant compte d'un recul sensible de 0,7 point de pourcentage à 46,3% du taux d'activité, le taux de chômage s'est légèrement aggravé de 9,9% à 10% globalement et de 14,3% à 14,6% en milieu urbain. En zones rurales, il a diminué de 4,7% à 4,5%.

Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers n'ont pas connu de variations au premier trimestre comparativement au trimestre précédent. Cette stabilité recouvre toutefois des évolutions contrastées par catégorie d'actifs. En parallèle, les transactions ont enregistré une baisse de 8,5% avec notamment un recul de 12,8% pour les ventes d'appartements. Au niveau du marché boursier, le MASI s'est apprécié de 4,5% au premier trimestre 2016 après avoir enregistré une contreperformance de 2,1% un trimestre auparavant et le volume des transactions est resté relativement faible, revenant à 7,6 milliards de dirhams contre 24,8 milliards.

L'inflation, mesurée par la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation, a marqué une accélération à 1,6% en avril, après 1% au premier trimestre. Cette évolution reflète principalement une importante progression de 9,3% des prix des produits alimentaires à prix volatils après 3,2%, et dans une moindre mesure l'atténuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants, liée elle-même à la hausse des cours internationaux. L'inflation des produits réglementés est restée quasi stable à 1,1%, alors que l'inflation sous-jacente a légèrement ralenti de 0,7% à 0,6%.

En termes de perspectives, l'activité mondiale devrait continuer sa reprise lente en 2016 et 2017. La croissance dans la zone euro se situerait à 1,6% au lieu de 1,4% prévue en mars avant de s'améliorer à 1,9% en 2017. Aux Etats-Unis, elle devrait s'établir à 1,8% en 2016 au lieu de 2,1% prévue précédemment et à 2,4% en 2017. Les perspectives de croissance en Chine en 2016 ressortent légèrement supérieures à celles retenues lors de l'exercice de prévision de mars, stimulées par les politiques de relance budgétaire dans le cadre de la nouvelle cible de croissance du plan quinquennal 2016-2020.

Pour ce qui 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. 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, bien que légèrement revus à la hausse, les cours des produits énergétiques et alimentaires devraient continuer à évoluer à des niveaux relativement bas. En particulier, le prix du Brent se situerait à 40,9 \$/baril en 2016 et à 48,1 \$/baril en 2017 contre 38,4\$/baril et 44,6 \$/baril. Dans ce contexte,

l'inflation dans la zone euro devrait s'établir à 0,1% en 2016, avant de converger graduellement vers sa cible, s'établissant à 1,5% en 2017.

Au niveau national, en dépit de l'amélioration anticipée de la demande étrangère et d'une appréciation moins importante du taux de change effectif réel, la révision à la baisse des prévisions des cours internationaux des dérivés de phosphate impacterait négativement les exportations de biens, en termes nominaux, avec des progressions de 1,4% en 2016 et de 4,6% en 2017. Les recettes voyages ont été, pour leur part, révisées sensiblement à la hausse en 2016, au regard de leur évolution récente. Parallèlement, les importations de biens augmenteraient à un rythme plus important que prévu précédemment, en lien notamment avec la hausse significative observée des acquisitions de biens d'équipements et de consommation, et leur rythme de progression devrait décélérer en 2017. Dans ces conditions, et tenant compte des entrées en dons en provenance des pays du CCG à 10 milliards de dirhams en 2016 et à 8 milliards en 2017 ainsi que de la poursuite de la hausse des transferts des MRE, le solde du compte courant devrait poursuivre son atténuation pour se situer à -1,2% du PIB en 2016 et à -0,8% du PIB en 2017. Au total, les réserves de change devraient se renforcer davantage, bien qu'à un niveau moins que prévu en mars, pour assurer la couverture de 7 mois et 18 jours d'importations de biens et services à fin 2016 et de 8 mois et 6 jours à fin 2017.

Ce renforcement devrait se traduire par une amélioration sensible de la liquidité bancaire passant à un excédent de 7,7 milliards de dirhams à fin 2016 et de 20,3 milliards à fin 2017, contre un déficit de 16,5 milliards en 2015. Le crédit bancaire accordé au secteur non financier devrait légèrement augmenter de 2,7% en 2016 au lieu de 2,5% prévu en mars et ce, au regard de la légère amélioration des prêts aux entreprises observée à fin avril. Sa croissance en 2017 a été maintenue inchangée à 4%.

Sur le plan des finances publiques, et sous l'hypothèse du maintien de l'orientation actuelle de la politique budgétaire, le déficit devrait s'établir à 3,8% du PIB en 2016 et à 3,3% en 2017 contre 3,7% et 3,1% respectivement dans l'exercice de mars. Cette légère révision s'explique principalement par la révision à la baisse des dons CCG de 13 milliards à 10 milliards en 2016 et par un ajustement à la hausse des recettes fiscales et des dépenses d'investissements.

La croissance économique devrait ralentir en 2016 à 1,2% au lieu de 1% prévue dans l'exercice de mars, en liaison avec une baisse de 9% de la valeur ajoutée agricole contre 13,8% prévue auparavant. La croissance du PIB non agricole a été maintenue quasi inchangée à 2,8% au lieu de 2,9%. En 2017, la croissance devrait s'accélérer à 4%, contre 3,9% prévue lors de l'exercice de mars. La valeur ajoutée agricole s'accroîtrait de 10%, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole normale, et le PIB non agricole progresserait de 3,2%, bénéficiant de l'amélioration de la demande étrangère, du raffermissement des revenus agricoles et de l'assouplissement des conditions monétaires.

Le taux d'inflation devrait augmenter à 1,6% en 2016 au lieu de 0,5% communiqué dans le RPM de mars. Cette révision s'explique principalement par l'augmentation récente de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils observée depuis mars et qui devrait se maintenir au deuxième trimestre de 2016. En 2017, le rythme d'évolution de l'inflation devrait être plus modéré, soit 1% au lieu de 1,4% prévue en mars en liaison avec la dissipation des



effets de la hausse des prix des produits à prix volatils qui devrait plus que compenser l'augmentation induite par la reprise de la demande intérieure et la dépréciation du taux de change effectif réel.

Ces prévisions restent toutefois assujetties à plusieurs risques avec une balance globalement équilibrée pour la croissance et orientée à la hausse pour l'inflation. Pour ce qui est de la croissance, de meilleures perspectives pour l'activité économique mondiale et plus particulièrement pour la zone euro se traduiraient par une amélioration de la demande étrangère adressée au Maroc. En outre, une baisse moins importante de la valeur ajoutée agricole impacterait positivement la croissance. Les risques à la baisse pour la prévision de la croissance peuvent provenir d'une poursuite de la décélération de la croissance des Etats-Unis et d'un Brexit.

Pour l'inflation, une poursuite de l'orientation à la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils, pourrait entraîner des révisions à la hausse du taux d'inflation. De même, une amélioration des revenus résultant des mesures éventuelles dans le cadre du dialogue social constitue un autre risque sur l'évolution de l'inflation. En revanche, un renversement de la tendance haussière des cours internationaux du pétrole constitue un risque à la baisse.

## 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les dernières données de la conjoncture internationale font globalement ressortir un affaiblissement de l'activité économique dans les principaux pays avancés, avec notamment une baisse du PIB au Japon, une décélération de la croissance au Royaume-Uni et une stabilisation aux Etats-Unis et dans la zone euro. A l'exception de l'Inde, la croissance a poursuivi sa décélération dans les principales économies émergentes. Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage aux Etats-Unis a baissé en mai à son niveau le plus bas depuis novembre 2007, soit 4,7%, avec toutefois une faible création d'emplois. Les données d'avril pour la zone euro indiquent une quasi-stabilité de ce taux à 10,2%. La faible reprise dans les pays avancés s'est reflétée sur les marchés financiers et plus particulièrement sur les marchés boursiers dont une grande partie a accusé une baisse en mai. Malgré la hausse enregistrée en mai, les prix des matières premières sont demeurés à des niveaux relativement bas. Dans ces conditions, l'inflation est restée faible dans la plupart des pays avancés, notamment dans la zone euro. Au total, l'analyse de l'ensemble de ces évolutions n'indique pas de pressions inflationnistes d'origine externe.

### 1.1 Activité économique et emploi

#### 1.1.1 Activité économique

En glissement annuel, la croissance dans la zone euro s'est stabilisée à 1,7%, recouvrant à la fois une stagnation à 1,4% en France, une reprise de 1,4% à 1,6% en Allemagne, une décélération de 3,5% à 3,4% en Espagne et de 1,1% à 1% en Italie. Au Royaume-Uni, elle a enregistré un léger ralentissement de 2,1% à 2%.

Quant aux Etats-Unis, les dernières données en glissement annuel montrent une stagnation de la croissance à 2%. Toutefois, celles en glissement trimestriel font ressortir un net ralentissement de 1,4% à 0,8%, impactée par la décélération de la consommation privée et le recul de l'investissement notamment dans le secteur énergétique. Au Japon, l'activité économique s'est fortement dégradée au premier trimestre 2016, la croissance étant revenue en glissement annuel de 0,8% à 0%, sous l'effet essentiellement de l'affaiblissement de la consommation des ménages.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance a ralenti en Chine à 6,7% après 6,8%, en liaison notamment avec la faiblesse de la demande.

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

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

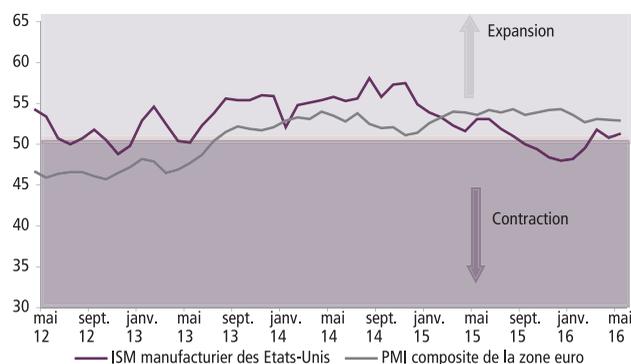
Source : Thomson Reuters Eikon.

En Inde, la croissance s'est accélérée au premier trimestre s'établissant à 7,4% après 6,9% le trimestre précédent, tirée principalement par la vigueur de la consommation des ménages. Pour les autres pays émergents, la récession s'est poursuivie au Brésil, avec toutefois une atténuation de la contraction du PIB à 5,4% au premier

trimestre après 5,9% le trimestre précédent. En Russie, les données du troisième trimestre montrent une légère atténuation de la baisse du PIB à 3,7% contre 3,8% un trimestre auparavant.

Les indicateurs à haute fréquence font ressortir pour la zone euro un léger repli de l'activité, l'indice PMI ayant légèrement baissé à 52,9 points en mai, après 53 points un mois auparavant. Aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier a en revanche augmenté à 51,3 points en mai contre 50,8 points en avril.

**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 de mai indiquent une baisse du taux de chômage à 4,7% aux Etats-Unis, soit son plus bas niveau depuis novembre 2007, avec une faible création d'emplois de 38.000 postes contre 160.000 au mois d'avril. Dans la zone euro, les dernières données restent celles d'avril et montrent une stabilité du taux de chômage à 10,2%. Par pays, il a diminué de 10,1% à 9,9% en France et de 20,3% à 20,1% en Espagne, a stagné à 4,2% en Allemagne et a augmenté de 11,5% à 11,7% en Italie. Au Royaume-Uni, les chiffres de février font état d'une stabilité du taux de chômage à 4,9%.

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

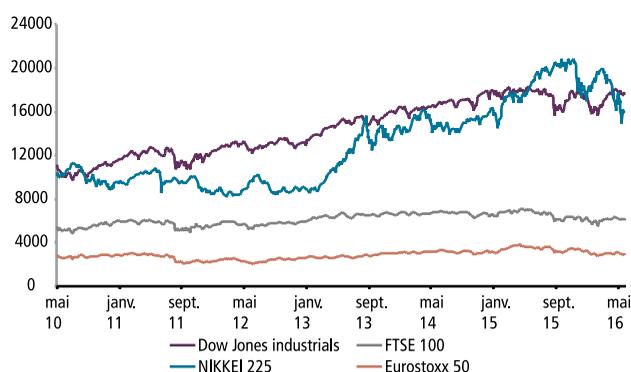
	2014	2015	mars 2016	avr. 2016	mai 2016
<b>Etats-Unis</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>
<b>Zone euro</b>	<b>11,6</b>	<b>10,9</b>	<b>10,2</b>	<b>10,2</b>	<b>N.D</b>
France	10,3	10,4	10,1	9,9	N.D
Italie	12,7	11,9	11,5	11,7	N.D
Allemagne	5,0	4,6	4,2	4,2	N.D
Espagne	24,5	22,1	20,3	20,1	N.D
<b>Royaume-Uni</b>	<b>6,1</b>	<b>5,3</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>

Source : Eurostat et BLS

## 1.2 Conditions monétaires et financières

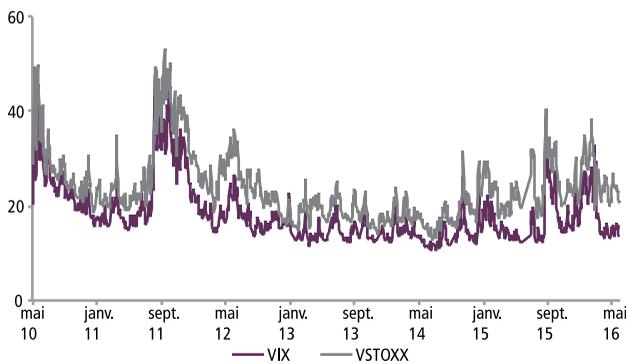
Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées et émergentes ont enregistré des baisses entre avril et mai. Ainsi, l'EUROSTOXX50 a accusé un recul de 1,7%, le Dow Jones de 0,8%, le NIKKEI 225 de 0,2% et le FTSE 100 de 1,6%. En termes de volatilité, le VSTOXX est passé de 22,7 à 23,7 points de base et le VIX de 14,3 à 14,8 points de base. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a diminué de 3,9%, reflétant principalement des baisses de 7,3% de l'indice de la Turquie, de 4,8% de celui de la Chine et de 0,4% de celui de l'Inde.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

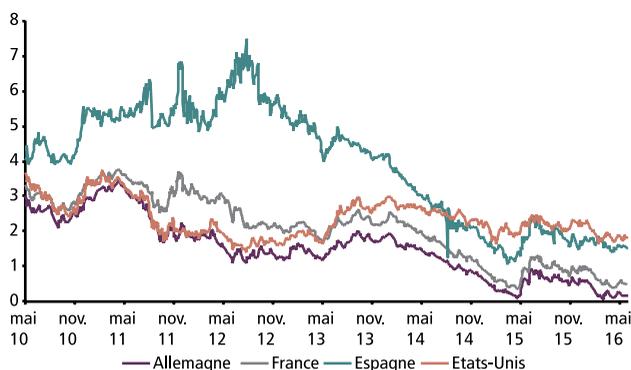


Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans dans les économies avancées a enregistré entre avril et mai des évolutions divergentes selon les pays. Il a ainsi diminué de 9% à 7,7% pour la Grèce, augmenté de 0,4% à 0,5% pour la France, de 3% à 3,1% pour le Portugal et de 1,5% à 1,6% pour l'Espagne et a stagné à 1,5% pour l'Italie, à 0,2% pour l'Allemagne et à 1,8% pour les Etats Unis.

S'agissant des principaux pays émergents, le taux de rendement à 10 ans est revenu de 13,1% à 12,5% pour le Brésil, et a augmenté de 2,9% à 3% pour la Chine, de 7,4% à 7,5% pour l'Inde et de 9,3% à 9,8% pour la Turquie.

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

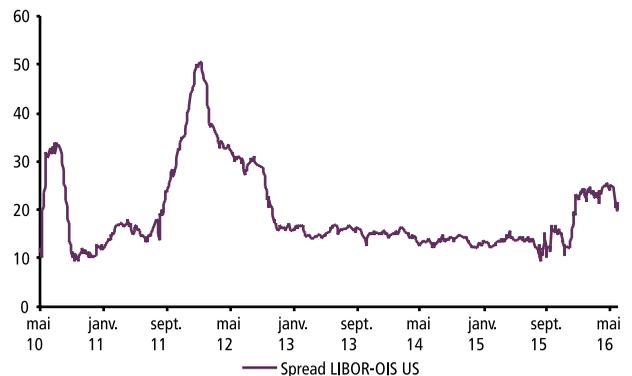


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est établi à -0,26% en mai contre -0,25% le mois précédent,

tandis que le Libor de même maturité a progressé de 0,63% à 0,64%. Le spread Libor-OIS dollar, quant à lui, est revenu de 25 à 21,8 points de base. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a stagné entre avril et mai à 7% aux Etats-Unis et a légèrement progressé de 1% en mars à 1,1% en avril dans la zone euro.

**Graphique 1.5: Evolution du Spread Libor-OIS**



Source : Thomson Reuters Eikon.

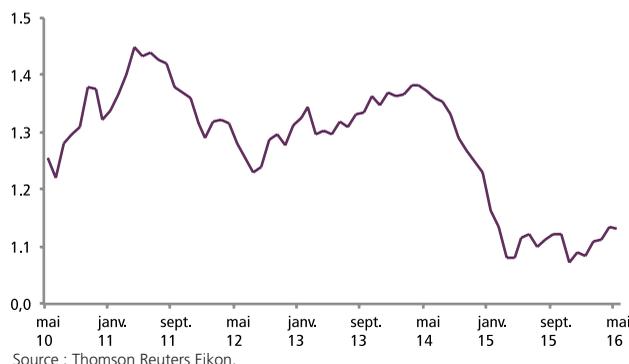
**Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)**



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de change, l'euro est resté en moyenne à 1,13 dollars en mai, tandis qu'il s'est apprécié de 1,7% par rapport à la livre sterling et de 0,9% vis-à-vis du yen japonais. Pour ce qui est de l'évolution par rapport au dollar des monnaies des principaux pays émergents, la livre turque s'est dépréciée de 3,7% et la roupie indienne de 0,4%, tandis que le real brésilien s'est apprécié de 1,1%. Le yuan chinois, quant à lui, est resté stable à 6,5 yuans pour un dollar.

Graphique 1.7 : Evolution du taux de change euro/dollar



Dans ce contexte, les Banques centrales des principaux pays avancés ont maintenu inchangé leurs taux. Ainsi, la BCE a décidé le 02 juin de maintenir à 0% son taux directeur, tout en soulignant que l'ensemble de ses taux resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux inférieurs sur une période prolongée, et même au-delà de l'horizon fixé pour ses achats d'actifs. De même, la FED a maintenu le 15 juin son taux directeur dans la fourchette allant de 0,25% à 0,5%, en rappelant à nouveau que le timing et l'ampleur des futurs ajustements de cette fourchette dépendront de son évaluation des conditions économiques effectives et attendues en rapport avec ses deux objectifs d'un emploi maximum et d'une inflation à 2%. La Banque d'Angleterre a également décidé le 16 juin de garder inchangé son taux directeur à 0,5%.

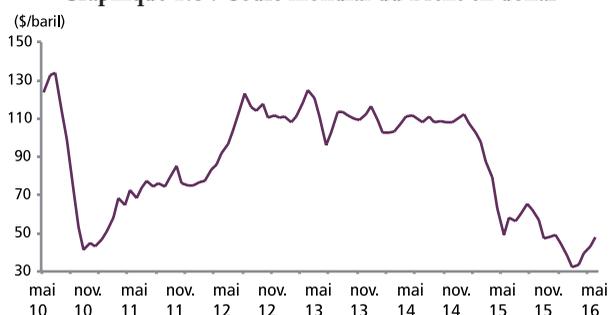
Au niveau des pays émergents, la Banque centrale du Brésil a maintenu le 8 juin son taux directeur à 14,25% et la Banque centrale de l'Inde a gardé le 7 juin son taux inchangé à 6,5%. « Pour sa part, la Banque centrale de Russie a décidé le 10 juin d'abaisser son taux directeur de 11% à 10,50%, en signalant qu'elle prend acte d'une tendance positive allant dans le sens d'une inflation plus stable et d'un reflux des anticipations d'inflation et des risques d'inflation dans un contexte de reprise imminente de la croissance économique »

## 1.3 Prix des matières premières et inflation

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

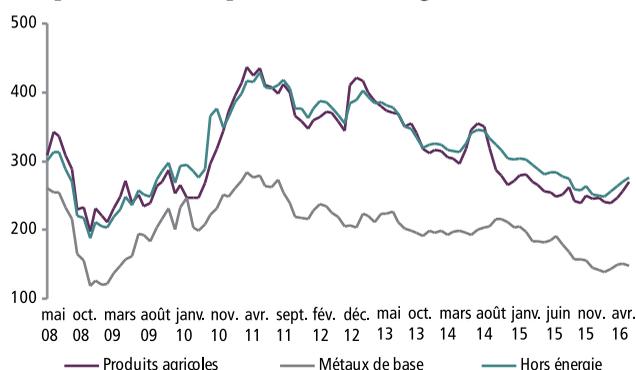
Au cours du mois de mai, le prix moyen du Brent a poursuivi sa hausse entamée en février, s'établissant en moyenne à 47,7 dollars le baril après 43,3 dollars en avril. Cette augmentation de 10,2%, s'explique principalement par la baisse de l'offre sur le marché, suite notamment au recul de la production en Amérique du nord. Toutefois, en glissement annuel, le cours du Brent reste en nette baisse de 26,8%.

Graphique 1.8 : Cours mondial du Brent en dollar



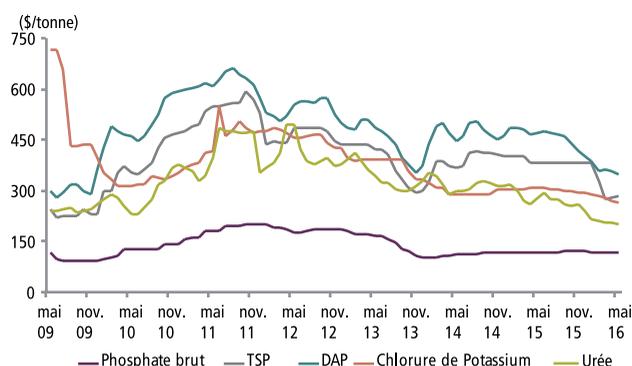
### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Pour les produits hors énergie, leur prix ont enregistré une baisse en glissement annuel, l'indice Dow Jones-UBS y afférent ayant reculé de 2,7%. Cette évolution recouvre une nette baisse de 22,7% de l'indice des prix des métaux de base et un accroissement de 8,5% des prix des produits agricoles.

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


Source : Thomson Reuters Eikon.

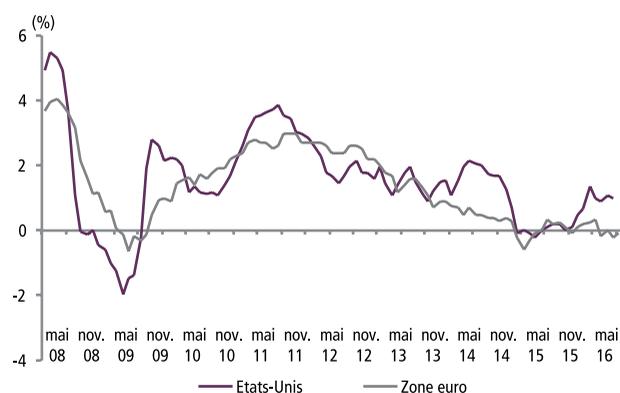
Au niveau du marché international du phosphate et de ses dérivés, le prix du brut est demeuré inchangé entre avril et mai à 115 dollars la tonne. Par ailleurs, le cours du TSP a poursuivi sa hausse entamée un mois auparavant, passant de 278 à 284 dollars la tonne, soit une variation mensuelle de 2,2%. A l'opposé, les prix du Chlorure de Potassium, de l'urée et du DAP ont accusé des reculs respectifs de 1,9%, de 2% et de 2,5%. En glissement annuel, le cours reste stable pour le Phosphate brut, mais en baisse de 28,6% pour l'Urée, de 25,7% pour le DAP, de 25,3% pour le TSP et de 14% pour le Chlorure de Potassium. S'agissant du cours du blé dur, il a accusé d'un mois à l'autre une baisse de 8,4% et de 20,2% en glissement annuel.

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


Source : Banque Mondiale.

### 1.3.3 Inflation dans le monde

Aux Etats-Unis, l'inflation a accusé une légère baisse, revenant de 1,1% en avril à 1% en mai, alors qu'au Royaume-Uni, le taux est demeuré inchangé à 0,3% entre avril et mai. Dans la zone euro, selon une première estimation d'Eurostat pour le mois de mai, les prix à la consommation ont connu une légère atténuation de leur baisse de 0,2% à 0,1%, avec des hausses de -0,1% à 0,1% en France, de -0,3% à 0% en Allemagne, de -0,4% à -0,3% en Italie et de -1,1% à -1% en Espagne. Au Japon, les dernières données disponibles sont celles d'avril et font état d'une baisse des prix de 0,3% et ce, après une stagnation un mois auparavant.

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


Source : Eurostat.

S'agissant des pays émergents, l'inflation est revenue en Chine de 2,3% à 2% en mai, et a reculé en avril de 9,4% à 9,3% au Brésil et de 7,3% à 7,2% en Russie.

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

	2014	2015	2015/2016		
			mars	avr.	mai
<b>Etats-Unis</b>	1,6	0,1	0,9	1,1	1,0
<b>Zone Euro</b>	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,1
Allemagne	0,8	0,2	0,1	-0,3	0,0
France	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,1
Espagne	-0,2	-0,4	-0,8	-1,1	-1,0
Italie	0,2	0,2	-0,2	-0,4	-0,3
<b>Royaume-Uni</b>	1,5	0,1	0,5	0,3	0,3
<b>Japon</b>	2,7	0,7	0,0	-0,3	n.d.

Source : Thomson Reuters Eikon.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin avril 2016, en dépit d'une baisse de 7,3% des expéditions des phosphates et dérivées, suite au repli des prix sur le marché international, les exportations ont enregistré une hausse de 3,1%. Cette évolution reflète principalement une progression de 24,3% des ventes de la construction automobile. Les importations ont, quant à elles, enregistré un accroissement de 4,4%, traduisant une augmentation de 10,9% des achats hors énergie, notamment les biens d'équipement et les produits finis de consommation, alors que la facture énergétique s'est contractée de 27,1%. Dans ces conditions, le solde commercial s'est légèrement creusé ramenant ainsi le taux de couverture de 60,1% à 59,4%. Pour les autres principales composantes du compte courant, les transferts des MRE ont maintenu un rythme d'accroissement de 4% et les recettes voyages ressortent en hausse de 6,6%, après une baisse de 7,7% une année auparavant. Dans ces conditions et en dépit d'un recul de 26,6% des flux nets au titre d'IDE, les réserves de change se sont renforcées de 25,4% à 240,4 milliards à fin avril, soit l'équivalent de 7 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

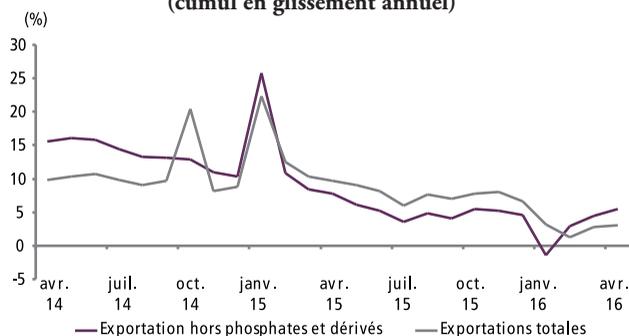
### 2.1 Evolution de la balance commerciale

#### 2.1. 1 Evolution des exportations

A fin avril 2016, les exportations se sont accrues de 2,3 milliards, en glissement annuel à 77 milliards de dirhams. Cette évolution résulte en grande partie d'une hausse de 15,1% ou 2,5 milliards des expéditions du secteur automobile, dont 2,1 milliards au titre de la construction automobile. Pour ce qui est des ventes du textile, leur rythme de progression s'est accéléré à 5% contre 0,4% un an auparavant, reflétant des progressions de 9,8% pour les ventes des vêtements confectionnés et de 6,3% pour les chaussures. De même, les expéditions de produits agricoles et agro-alimentaires ont enregistré une hausse limitée de 3,5% alors qu'elles avaient progressé de 24,8% un an auparavant, en particulier les exportations de l'industrie alimentaire se sont accrues de 4,5% à 9,1 milliards de dirhams et celles de pêche de 30,8% à 1,8 milliard.

En revanche, les ventes des phosphates et dérivés ont reculé de 7,3% à 12,7 milliards de dirhams, sous l'effet principalement du repli des prix à l'international. Par produit, les exportations de phosphates bruts ont diminué de 15,4% avec une légère hausse de 1,1% des quantités et une baisse de 16,3% des prix et les ventes des dérivés ont diminué de 5,3%, en dépit d'une augmentation de 20% des volumes expédiés.

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



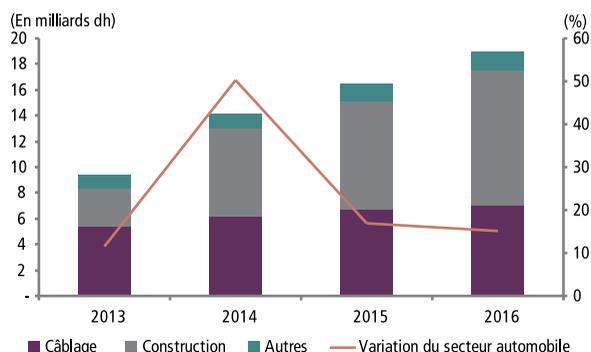
Source : Office des changes.

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

	Avr. 2016/avr. 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	-15,4	1,1	-16,3
Engrais naturels et chimiques	-1,5	24,8	-21,1
Acide phosphorique	-11,1	6,7	-16,7

Source : Office des changes.

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



Source : Office des changes.

### 2.1.2 Evolution des importations

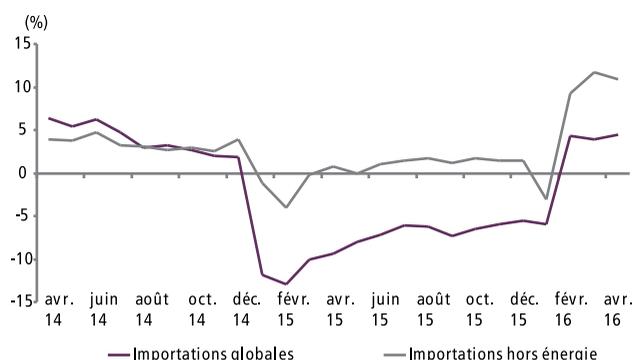
A fin avril, les importations ont connu une hausse de 5,5 milliards de dirhams à 129,6 milliards, résultat principalement d'une augmentation de 17,7% ou 5,3 milliards des acquisitions de biens d'équipements avec en particulier des hausses de 2,5 milliards pour les parties et pièces détachées pour véhicules industriels, de 1,3 milliard des achats des véhicules et matériels pour voies ferrées et de 1,1 milliard pour les moteurs à pistons. De même, les produits finis de consommation ont enregistré une hausse de 16,1% ou 3,6 milliards, reflétant principalement une progression de 1,7 milliard des achats de voitures de tourisme en lien avec l'avènement du salon biennuel de l'Automobile.

Dans le même sens, les approvisionnements de demi-produits ont progressé de 9,1% ou 2,6 milliards, traduisant une hausse de 1,4 milliard de dirhams des achats d'accessoires de tuyauterie et construction métallique à 2 milliards de dirhams.

Les importations de produits alimentaires ont, pour leur part, augmenté de 3,7% ou 567 millions, tirées par l'accroissement de plus du double de celles d'orge à 964 millions, alors que les achats de maïs et de blé ont enregistré des baisses respectives de 22% et 3,2%.

En revanche, la facture énergétique a enregistré une baisse de 27,1% en liaison notamment avec l'absence des achats de pétrole brut. De même, des replis de 1,3 milliard pour les importations de gaz de pétrole et de 372 millions pour celles de gas-oils et fuel-oils ont été enregistrés. Dans le même sens, les acquisitions des produits bruts se sont inscrites en baisse de 12,3%, en relation avec une diminution de 17% des achats de soufre brut à 1,8 milliard, avec des quantités en hausse de 5,5% et des prix en recul de 21,3%.

**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 %)**

	Avril 2016/avril 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	-3,2	21,7	-20,5
Gas-oils et fuel-oils	-5,3	56,0	-39,3
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-26,2	7,2	-31,2
Soufres bruts et non raffinés	-16,9	5,5	-21,3

Source : Office des changes.

Au total, l'accroissement des importations a été plus important que celui des exportations se traduisant par un déficit commercial de 52,6 milliards en aggravation de 3,2 milliards par rapport à la même période de 2015. Le taux de couverture est ainsi revenu de 60,1% à 59,4%.

## 2.2 Autres rubriques de la balance courante

Au niveau des services, les recettes de voyage ont crû de 6,6% à 16,9 milliards de dirhams, après avoir accusé un repli de 7,7% pendant la même période de 2015, alors que les dépenses y afférentes ont poursuivi leur tendance haussière, bien qu'à un rythme plus lent de 1,8%. Pour leur part, les recettes de transport ont légèrement augmenté de 1,3%, tandis que les sorties de même nature ont diminué de 1,2%. Dans ces conditions, la balance des services s'est soldée par un excédent de 3,3 milliards, en hausse de 19,6% par rapport à avril 2015.

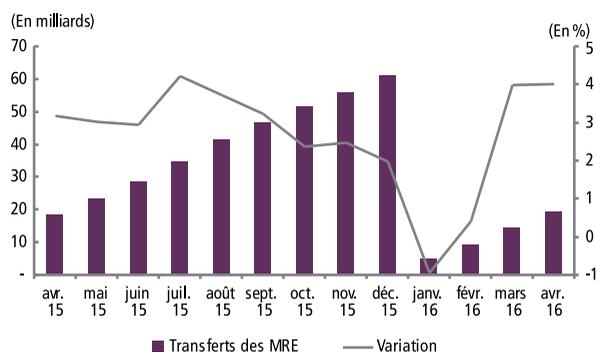
**Tableau 2.3 : Evolution de la balance de services**

(En millions de DH)	Janvier-avril		Evolution	
	2016	2015	Valeur	%
<b>Importations</b>	<b>23 864</b>	<b>24 687</b>	<b>-823</b>	<b>-3,3</b>
Service de transport	9 132	9 246	-114	-1,2
Voyages	4 308	4 230	78	1,8
<b>Exportations</b>	<b>43 772</b>	<b>41 334</b>	<b>2 438</b>	<b>5,9</b>
Service de transport	8 115	8 009	106	1,3
Voyages	16 936	15 889	1 047	6,6
<b>Solde</b>	<b>19 908</b>	<b>16 647</b>	<b>3 261</b>	<b>19,6</b>

Source : Office des changes

S'agissant des transferts des Marocains Résidant à l'étranger, ils ont enregistré une progression de 4% à 19,4 milliards, contre 3,2% un an auparavant.

**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 rubriques du compte financier, les recettes au titre des investissements directs étrangers ont baissé de 955 millions de dirhams à fin avril, alors que les dépenses y correspondantes ont augmenté de 1,5 milliard. Le flux net positif ressort ainsi en recul de 26,6% à 6,9 milliards de dirhams.

Quant au flux net des investissements directs à l'étranger, il s'est établi à 1,2 milliard de dirhams à fin avril 2016 après 2,9 milliards de dirhams un an auparavant.

Au total et tenant compte des opérations du compte courant, l'encours des réserves internationales s'est accru de 25,4% en glissement annuel à fin avril pour s'établir à 240,4 milliards de dirhams, assurant la couverture de 7 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

## 3. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre 2016, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel et une détente globale des taux d'intérêt sur les différents marchés, avec toutefois une quasi-stabilité de ceux assortissant les crédits bancaires. Le crédit au secteur non financier a connu une légère amélioration, reflétant notamment l'atténuation de la baisse des prêts aux sociétés non financières privées. Au total, la modération du taux de croissance du crédit bancaire, conjuguée au recul des créances nettes sur l'administration centrale, ont contribué au ralentissement du rythme de progression de la masse monétaire de 5,8% à 5,3% en dépit de la poursuite du renforcement des réserves internationales nettes. Par conséquent, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif et proche de zéro indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

Sur le marché immobilier, les prix ont connu une stagnation en glissement trimestriel, au premier trimestre, après avoir légèrement progressé de 0,4%, tandis que les transactions immobilières ont accusé une baisse de 8,5% après une hausse de 15,1% un trimestre auparavant. Sur le marché boursier, la tendance haussière du MASI observée à partir de février 2016 s'est interrompue en mai, avec une contreperformance mensuelle de 2,2%, après la hausse de 6,9% en avril et de 4,5% au terme du premier trimestre 2016. Le volume des échanges demeure, pour sa part, relativement faible avec une moyenne de 3,3 milliards en avril et mai contre 2,5 milliards au premier trimestre de l'année. Au total, les évolutions confirment la modération des pressions inflationnistes émanant des marchés des actifs.

### 3.1 Conditions monétaires

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

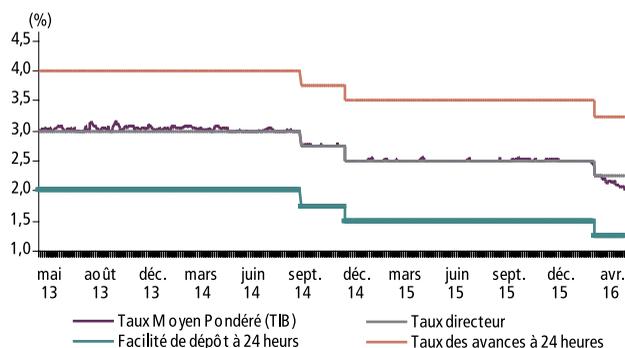
Au cours du premier trimestre 2016, le besoin en liquidités des banques est revenu à 12,8 milliards en moyenne hebdomadaire, après 21 milliards au quatrième trimestre 2015, reflétant la poursuite du renforcement des réserves de change. La Banque a ainsi réduit le volume de ses injections, le ramenant de 23 milliards de dirhams à 13,3 milliards, dont notamment 3,8 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 9,3 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Les données les plus récentes indiquent la poursuite de l'atténuation du besoin en liquidité qui s'est chiffré à 5,5 milliards de dirhams en mai 2016.

Dans ces conditions, et suite à la dernière décision du Conseil du 22 mars d'abaisser le taux directeur de 25 points de base, une détente des taux d'intérêt a été observée globalement sur les différents marchés.

Sur le marché interbancaire, le taux moyen pondéré est demeuré quasi stable à 2,51% en moyenne entre le début de l'année jusqu'au 22 mars, avant de revenir, en moyenne sur le reste du trimestre à 2,25%. Plus récemment, le taux interbancaire s'est établi en moyenne à 2,19% en avril et à 2,08% en mai 2016 et le volume moyen échangé sur ce marché est revenu de 1,9 milliard en avril à 644 millions en moyenne en mai.

Sur les autres marchés, les taux des bons du Trésor, après avoir connu une stabilité au quatrième trimestre, se sont orientés à la baisse durant les quatre mois aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

**Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)**

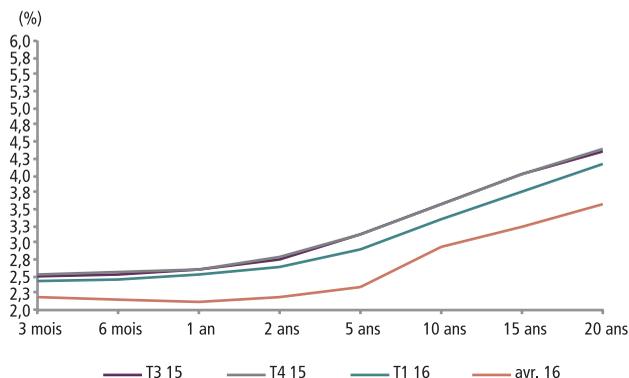


Source : BAM

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

	2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
52 semaines	3,63	3,25	3,14	2,83	2,53	2,67	2,60	2,60
2 ans	4,04	3,35	-	3,02	2,59	2,86	2,74	2,80
5 ans	4,62	3,91	3,80	3,33	2,98	3,24	3,17	3,14
10 ans	5,43	4,47	-	3,75	3,30	3,66	3,39	3,61
15 ans	5,87	5,15	-	4,30	3,89	4,07	4,06	4,05

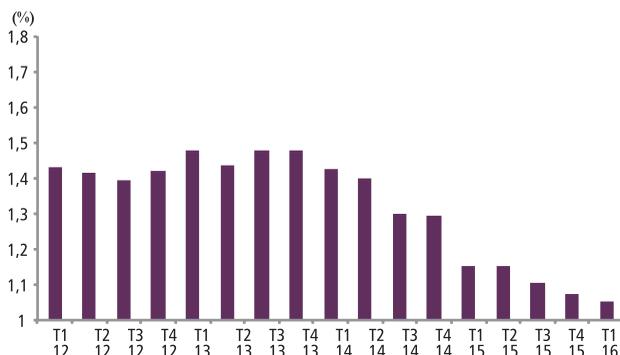
**Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire**



Pour ce qui est de la dette privée, le taux des émissions des certificats de dépôt ont poursuivi leur baisse au cours du premier trimestre 2016. Les émissions ont porté notamment sur les maturités entre un et 5 ans. S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a baissé de 12 points de base à 3,54%, recouvrant un recul de 15 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois à 3,31% et de 15 points de base de celui des dépôts à un an à 3,67%. Dans ce

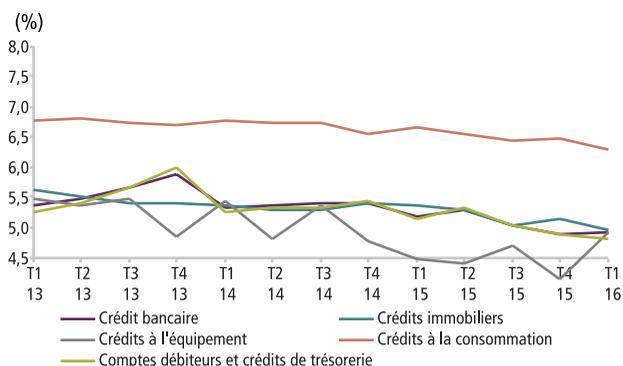
contexte, le coût de financement global<sup>1</sup> des banques a connu une légère diminution au cours du premier trimestre.

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



Pour ce qui est des taux débiteurs, les données relatives au premier trimestre 2016 font ressortir une quasi-stabilité du taux moyen pondéré global à 5,55%. Par catégorie de crédit, les taux ont diminué de 17 points pour les prêts immobiliers, de 21 points pour les crédits à la consommation et sont restés quasiment inchangés pour les facilités de trésorerie. En revanche, après l'importante baisse observée au cours du quatrième trimestre 2015, les taux assortissant les crédits à l'équipement ont enregistré une hausse de 78 points de base à 5,54%.

**Graphique 3.4: Evolution des taux débiteurs**



Source : BAM.

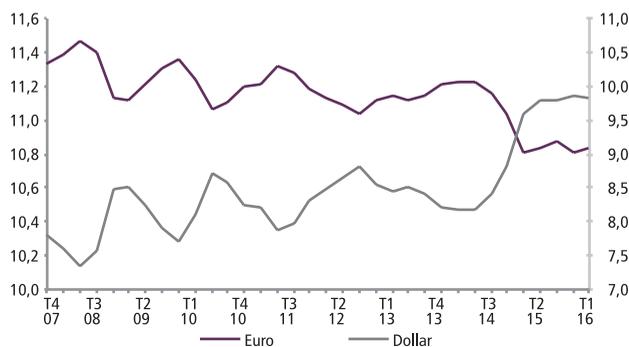
<sup>1</sup> Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

**Tableau 3.2 : Taux créditeurs (placements à terme)**

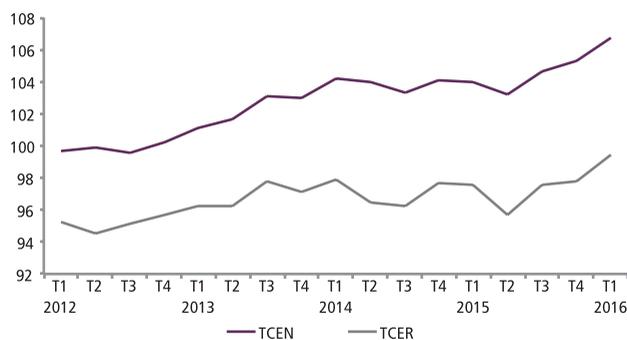
	2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
6 mois	3,51	3,68	3,69	3,71	3,64	3,60	3,56	3,46
12 mois	3,86	3,91	3,86	3,94	3,85	3,83	3,74	3,78
Moyenne pondérée	3,71	3,81	3,80	3,85	3,76	3,71	3,66	3,66

## 5.1.2 Taux de change

Au cours du premier trimestre 2016, l'euro s'est apprécié de 0,62% par rapport au dollar américain, s'établissant à 1,10 dollar en moyenne. Dans ce contexte, la monnaie nationale s'est dépréciée en moyenne de 0,26% vis-à-vis de l'euro et s'est appréciée de 0,41% contre le dollar américain. Comparativement aux devises de certains pays émergents, le dirham s'est apprécié de 1,7% par rapport à la livre turque et de 2,8% contre le yuan chinois. Dans ces conditions, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,37% en termes nominaux et de 1,66% en termes réels.

**Graphique 3.5: Evolution du taux de change du dirham**

Source : BAM

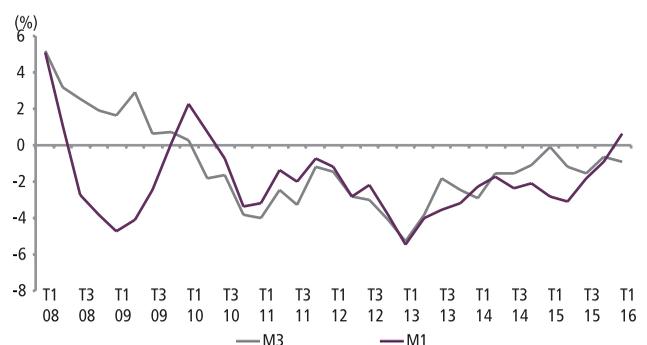
**Graphique 3.6 : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2000)**

Sources : calcul de BAM et du FMI.

S'agissant de la position nette de change des banques, elle est revenue de 2,2 milliards en moyenne au quatrième trimestre 2015 à 3,4 milliards de dirhams au premier trimestre. Les ventes de devises par Bank Al-Maghrib aux banques sont ainsi revenues à 188 millions de dirhams contre 619 millions un trimestre auparavant. Quant aux transactions des banques avec leurs correspondants étrangers, leur volume s'est inscrit en léger recul de 0,5%, s'établissant à 79,5 milliards. En parallèle, les achats à terme de la clientèle des banques ont augmenté de 9,9% pour s'établir à 5,7 milliards et les ventes sont restées quasiment stables à 3,3 milliards de dirhams.

## 5.1.3 Situation monétaire

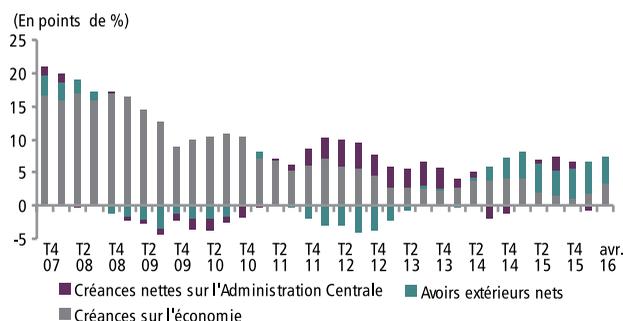
Au premier trimestre de 2016, le rythme de progression de la masse monétaire s'est inscrit en décélération revenant de 5,8% à 5,3%. En avril, ce rythme est demeuré quasi-stable à 5,2% comparativement à la moyenne des premiers mois de l'année. Par conséquent, l'écart monétaire pour M3 s'est maintenu à un niveau négatif et proche de zéro.

**Graphique 3.7 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)**

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

Source : BAM.

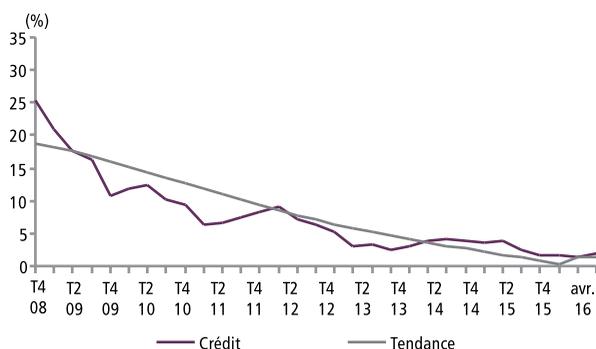
**Graphique 3.8 : Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire**



Source : BAM.

Par composantes, l'évolution de M3 traduit notamment la baisse de 11,9% des titres des OPCVM monétaires, après une hausse de 3,5%. Pour ce qui est des dépôts des sociétés non financières privées, la progression de ceux à terme a ralenti de 29,3% à 22,4% alors que celle des dépôts à vue s'est accélérée de 3% à 7,6%. Concernant les dépôts des ménages, ceux à vue ont poursuivi leur amélioration avec une progression de 7,1% après 6,6% un trimestre auparavant, et leurs dépôts à terme se sont accélérés de 6,2% à 7,3%. En revanche, les rythmes de progression de la monnaie fiduciaire et des placements à vue se sont stabilisés à 7,1% et à 6,4% respectivement

**Graphique 3.9 : Variation en glissement annuel du crédit**



Source : BAM

Par contreparties, en dépit de la poursuite du renforcement des réserves internationales nettes de 27,4% au cours des trois premiers mois de l'année 2016, l'agrégat M3 s'est inscrit en ralentissement reflétant la légère décélération du rythme de progression de 1,7%

à 1,5% du crédit bancaire ainsi que le recul de 5,5% des créances nettes sur l'administration centrale après une hausse de 7,1% au quatrième trimestre 2015.

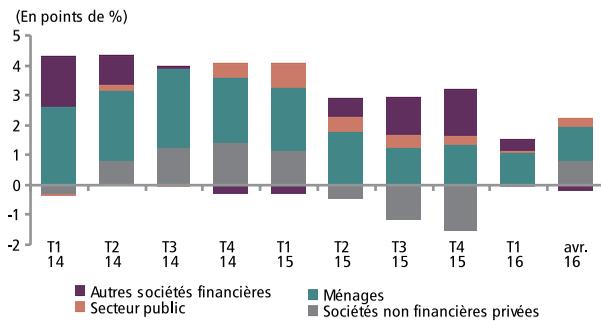
S'agissant plus particulièrement du crédit bancaire destiné au secteur non financier, il s'est accru de 1,2% contre une croissance quasi-nulle. Ainsi, après avoir accusé un repli de 3,3% au quatrième trimestre 2015, les prêts aux sociétés non financières privées sont restés à leur niveau enregistré un an auparavant. Cette évolution recouvre une hausse de 1,3% de leurs crédits à l'équipement après un recul de 3,1% et une diminution de 4,9% de leurs facilités de trésorerie moins accentuée que celle observée le trimestre précédent. Quant aux prêts à la promotion immobilière, ils ont accusé une baisse de 5,8%, moins prononcée que celle de 6,3% enregistrée au quatrième trimestre 2015. Parallèlement, les crédits aux entreprises non financières publiques se sont contractés de 0,3% après une progression de 4,7% traduisant le recul de 0,6% des prêts à l'équipement après une hausse de 1,7% ainsi que la décélération de 29,8% à 5,3% des facilités de trésorerie.

S'agissant des crédits accordés aux entrepreneurs individuels, ils ont accusé une diminution de 9,3% plus prononcée que celle de 2,7% observée au quatrième trimestre 2015, en relation essentiellement avec l'accroissement de la baisse de 8,9% à 23,8% de ceux à la promotion immobilière.

La ventilation du crédit aux entreprises par branche d'activité laisse indiquer, au premier trimestre, des hausses de 1,3% des prêts accordés à la branche « commerce » et de 6,4% des crédits accordés à la branche « Electricité, gaz et eau ». En revanche, les concours destinés aux industries manufacturières ont accusé un repli de 2% et ceux alloués aux branches « Bâtiment et travaux publics » et « Hôtels et restaurants » se sont contractés de 4,7% et de 5,6% respectivement.

Pour ce qui est prêts aux particuliers, le rythme de progression s'est accéléré de 5,4% à 6% pour les crédits à la consommation et celui des prêts à l'habitat est demeuré quasi-stable à 4,7%.

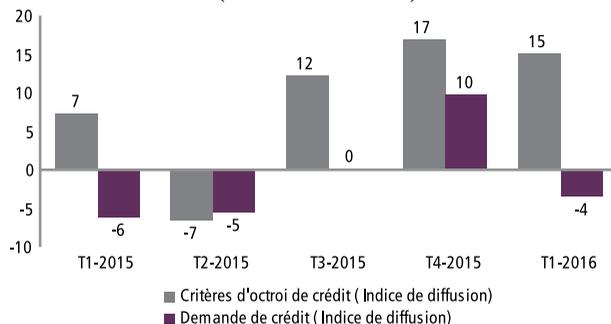
**Graphique 3.10 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit**



Quant aux créances en souffrance, elles ont progressé de 10,9% après 10,2%, recouvrant une accélération de 15,2% à 23,2% pour les entreprises non financières et une baisse de 4,3% pour les ménages après une hausse de 3,8%. Leur ratio au crédit bancaire est ainsi passé de 7,4% à 7,6% au premier trimestre 2016.

Les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al-Maghrib au premier trimestre de l'année 2016 indiquent un assouplissement des critères d'octroi du crédit bancaire aussi bien pour les entreprises que pour les particuliers. Du côté de la demande, elle aurait enregistré une baisse notamment celle des entreprises, alors que pour les particuliers elle serait restée inchangée par rapport au quatrième trimestre 2015.

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

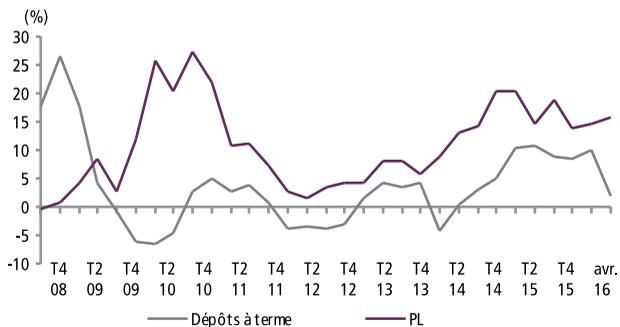


Les dernières données disponibles du crédit bancaire, relatives au mois d'avril 2016 indiquent une légère amélioration du rythme d'accroissement du crédit bancaire à 2%. Celui destiné au secteur non financier s'est accru de 2,4%, reflétant notamment une amélioration de 1,9% des prêts aux entreprises et une hausse de 2,8% de ceux accordés aux ménages.

S'agissant des prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire, leur progression s'est stabilisée à 0,4% au premier trimestre 2016, recouvrant une décélération du rythme des crédits distribués par les sociétés de financement et une atténuation de la baisse de ceux accordés par les banques off-shore. Ainsi, les prêts accordés par les sociétés de financement ont enregistré une hausse de 1,3% après 1,9% au quatrième trimestre, en liaison avec l'accroissement de la baisse de 6,2% à 17,2% des crédits d'affacturage alors que les rythmes d'accroissement des crédits à la consommation et du crédit-bail se sont accélérés respectivement à 2,4% et à 3,7%. Pour ce qui est des crédits accordés aux banques off-shore, ils ont accusé une nouvelle diminution de 10% moins accentuée que celle de 13,6%, attribuable notamment aux replis des crédits de trésorerie de 9,8% et des prêts à l'équipement de 8,4% après des baisses respectives de 11,5% et de 16,7%.

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 166,1% au premier trimestre 2016 au lieu de 168,3% le trimestre précédent, reflétant la décélération de la masse monétaire alors que les placements liquides ont maintenu un rythme élevé. Leur encours s'est accru de 14,2% contre 13,7%, sous l'effet de la hausse de 13,5% des bons du Trésor et de 20% des titres d'OPCVM obligataires, après des augmentations de 12% et de 18,8% respectivement.

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

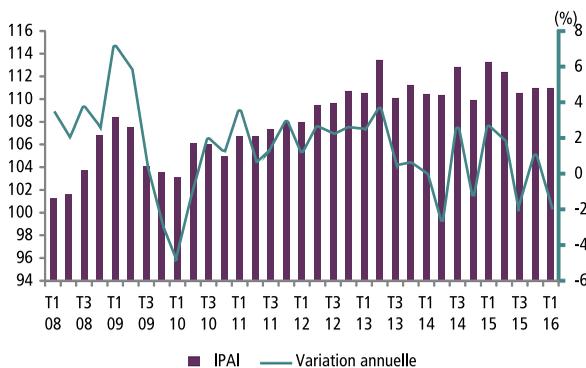


## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

Après une légère hausse de 0,4% au quatrième trimestre 2015, l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) s'est stabilisé au T12016. L'analyse par catégorie d'actifs montre que les prix immobiliers ont diminué de 0,6% pour les appartements et de 1,4% pour les maisons. Ils ont, en revanche, augmenté de 1,2% pour le foncier, de 3,3% pour les locaux commerciaux et de 4,8% pour les bureaux.

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

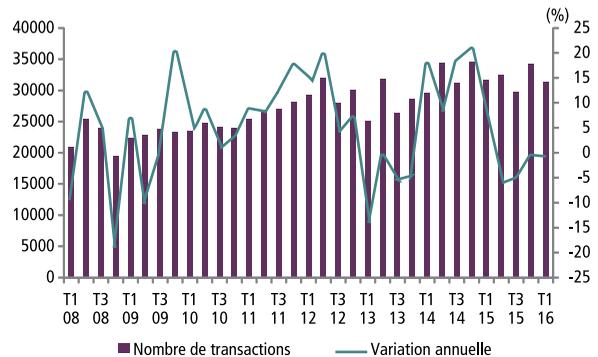


Source : BAM et ANCFCC.

En ce qui concerne les transactions, après avoir augmenté de 15,1% un trimestre auparavant, elles se sont inscrites en baisse de 8,5%. Cette diminution s'explique essentiellement par le repli de 12,8% des ventes des appartements et de 4,5% de celles des maisons, tandis que les transactions portant sur les

terrains et les locaux commerciaux se sont améliorées de 1,1% et de 6% respectivement.

**Graphique 3.14 : Evolution du nombre de transactions immobilières**



Source : BAM et ANCFCC.

Dans les principales villes, les prix ont globalement diminué, à l'exception de Marrakech, Kenitra et El-Jadida où ils ont progressé de 3,1%, de 1,8% et de 1,4% respectivement. S'agissant des transactions immobilières, elles ont quasiment stagné à El-Jadida, augmenté de 14,3% à Rabat, de 8,3% à Kenitra, de 1,7% à Fès et diminué dans les autres principales villes.

**Tableau 3.3 : Evolution trimestrielle de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières dans les principales villes**

En %	IPAI		Nombre de transactions	
	T4-2015	T1-2016	T4-2015	T1-2016
Agadir	3,0	-1,6	23,9	-6,1
Casablanca	4,7	-0,9	20,0	-7,3
El-Jadida	0,3	1,4	11,0	-0,9
Fès	2,7	-1,2	15,5	1,7
Kénitra	-1,4	1,8	14,8	8,3
Marrakech	-0,8	3,1	27,7	-26,2
Meknès	-1,1	-2,6	42,6	-10,4
Oujda	-2,7	-1,6	-12,4	-9,6
Rabat	4,0	-2,1	-8,4	14,3
Tanger	0,3	-0,6	9,0	-21,7

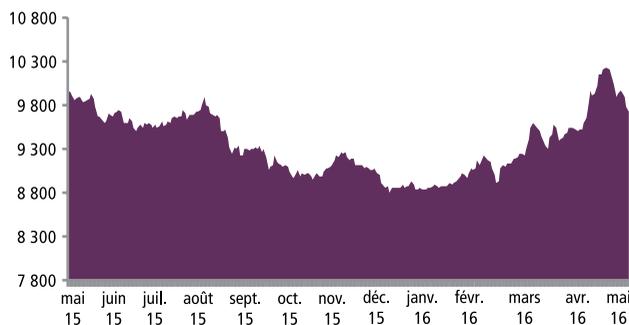
Source : BAM et ANCFCC

## 3.2.2 Actifs financiers

### 3.2.2.1 Actions

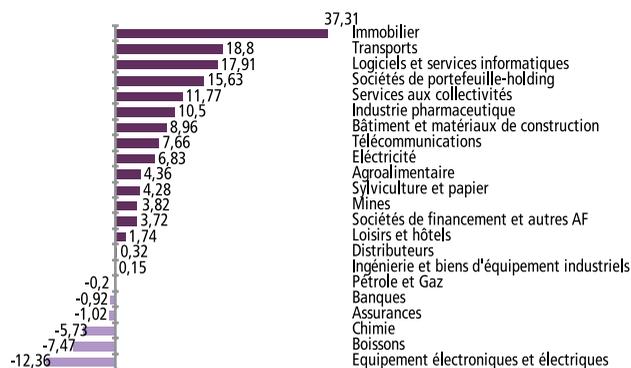
Après avoir affiché une contraction de 7,2% en 2015, le MASI a enregistré au terme du premier trimestre 2016 une performance de 4,5%. Cette progression résulte principalement des accroissements de 37,3% des valeurs du secteur immobilier, de 9% de l'indice «bâtiments et matériaux de construction», de 7,7% de celui des « télécommunications » et de 4,4% pour le secteur agroalimentaire. En revanche, l'indice « banques » s'est inscrit en baisse de 0,9%. Les données disponibles à fin mai indiquent l'interruption de la tendance haussière du MASI observée depuis le mois de février 2016. Ainsi, l'indice de référence s'est replié de 2,2% en mai après avoir augmenté de 6,9% le mois précédent.

Graphique 3.15 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca

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



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des transactions, après un montant de 24,8 milliards enregistré au quatrième trimestre 2015, il s'est établi à 7,6 milliards de dirhams au premier trimestre 2016, dont 6,3 milliards réalisés sur le marché central et 496,6 millions sur le marché de blocs. Les opérations relatives aux offres publiques, aux apports de titres et aux transferts ont totalisé, pour leur part, un montant de 866,4 millions de dirhams. Le volume des transactions ressort à 3,3 milliards de dirhams en moyenne durant les mois d'avril et mai après 2,5 milliards au premier trimestre 2016.

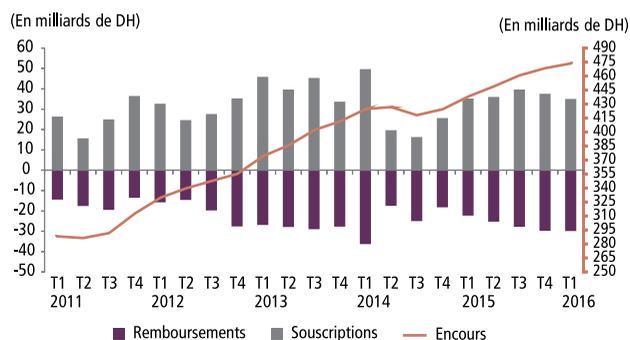
S'agissant de la capitalisation boursière, elle s'est inscrite en hausse trimestrielle de 3,8% à 470,4 milliards de dirhams, en relation principalement avec l'effet prix. Dans ces conditions, le ratio de liquidité<sup>2</sup> a enregistré une légère hausse, atteignant 8,4% à fin mars après 8,3% en décembre.

### 3.2.2.2 Bons du Trésor

Au premier trimestre 2016, les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont établies à 35 milliards de dirhams contre 37,6 milliards un trimestre auparavant. Les levées ont porté à hauteur de 45% sur la maturité moyenne et de 41% sur la maturité longue et ont été effectuées à taux en baisse à 2,78% et à 4,05% respectivement. En avril, les levées se sont chiffrées à 8,4 milliards après une moyenne mensuelle de 11,7 milliards et ont été réalisées avec des taux en diminution par rapport à décembre, et ce, pour l'ensemble des maturités. Tenant compte d'un montant de remboursement de 11,7 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 471,9 milliards de dirhams.

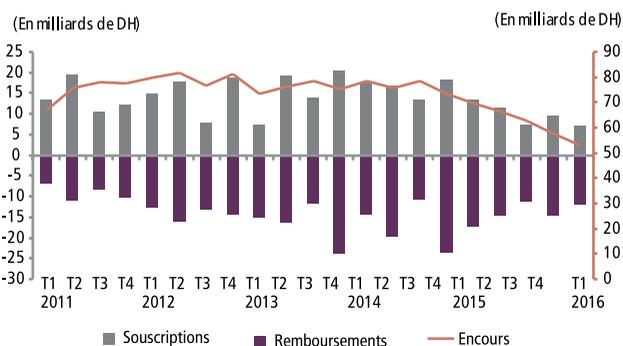
<sup>2</sup> Le ratio de liquidité représente le rapport entre le volume des transactions et la capitalisation boursière.

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



Source : BAM.

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



Source : BAM.

### 3.2.2.3 Autres titres de créances négociables

Les émissions des autres TCN se sont établies à 6,9 milliards de dirhams au premier trimestre 2016, après 9,4 milliards un trimestre auparavant.

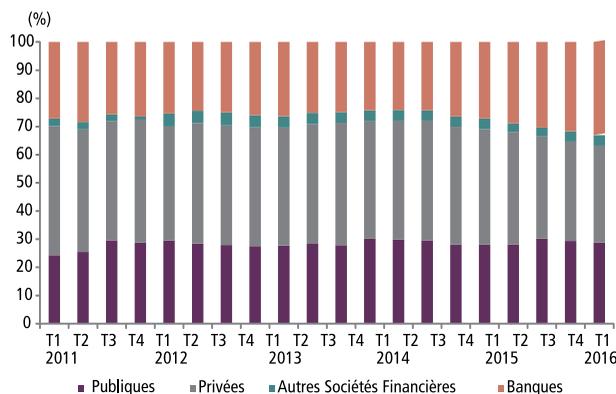
Les levées des certificats de dépôt se sont chiffrées à 5,4 milliards de dirhams au premier trimestre 2016 contre 4,5 milliards un trimestre auparavant, et ont été assorties de taux globalement en baisse. Pour ce qui est des bons de sociétés de financement, le montant émis s'est établi à 250 millions de dirhams contre 860 millions au quatrième trimestre, et a été réalisé avec un taux en accroissement par rapport au quatrième trimestre 2015. S'agissant des levées des billets de trésorerie, elles ont atteint 1,2 milliard de dirham après 4 milliards et ont été effectuées à des taux globalement en hausse.

Tenant compte des remboursements d'un montant de 11,9 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 décembre.

En avril, les émissions des autres TCN se sont chiffrées à 5,3 milliards contre une moyenne de 2,3 milliards durant le premier trimestre et ont été effectuées à des taux en baisse.

Sur le marché obligataire, les données du premier trimestre 2016 indiquent un montant d'émission de 150 millions de dirhams après 3,7 milliards au trimestre précédent et 3,8 milliards en moyenne trimestrielle en 2015. Tenant compte de ces évolutions, l'encours des emprunts obligataires a atteint 97,2 milliards, en baisse de 4,4% par rapport à fin décembre 2015.

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



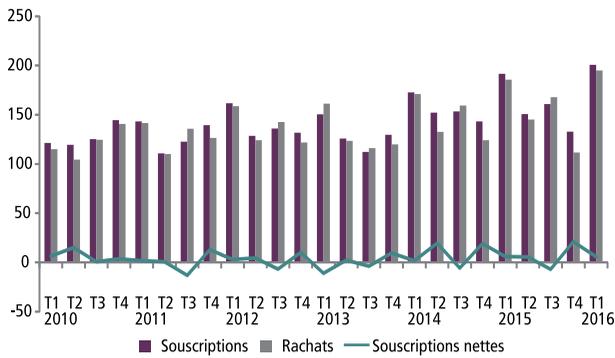
Source : Maroclear et calculs BAM.

### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du premier trimestre 2016, les souscriptions aux titres OPCVM se sont chiffrées à 200,8 milliards de dirhams après 132,8 milliards un trimestre auparavant et les rachats se sont établis à 194,9 milliards contre 111,7 milliards. Tenant compte d'une appréciation trimestrielle de 2,4% de l'indicateur de performance,

l'actif net des fonds OPCVM au premier trimestre ressort à 342,4 milliards de dirhams, en augmentation de 3,7% par rapport au T4 2015. Cette hausse traduit des appréciations des actifs nets de l'ensemble des catégories de fonds, à l'exception de celui des OPCVM monétaires qui s'est inscrit en baisse de 15,3% d'un trimestre à l'autre.

**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 un allègement de 5,9% du déficit budgétaire au premier trimestre 2016, les données à fin avril font ressortir un déficit de 21,1 milliards, en creusement de 10,6% par rapport à la même période de 2015. Comparativement à la programmation de la loi de finances, les dépenses, principalement d'investissement et en intérêts de la dette, montrent un rythme plus rapide d'exécution comparativement aux recettes, en raison du retard d'encaissement des dons du CCG et des transferts des entreprises publiques au titre des monopoles. L'évolution des recettes fiscales restent favorables par rapport à la programmation de la loi des finances, présageant d'une convergence du déficit vers la cible de 37,4 milliards.

Les ressources ordinaires ont progressé de 3%, recouvrant une amélioration des rentrées fiscales et une forte diminution de celles non fiscales. Reflétant les bons résultats de l'année 2015 des grandes entreprises, les impôts directs ont augmentés de 14,6% à 30 milliards de dirhams. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 5,6%, reflétant un accroissement des investissements du Trésor, des dépenses des autres biens et services et des intérêts de la dette. En revanche, la charge de compensation a baissé de près d'un tiers et la masse salariale s'est quasiment stabilisée autour de 35,1 milliards de dirhams. De son côté, le solde positif des comptes spéciaux du Trésor a été de 5,4 milliards, en hausse de 1,3 milliard.

Sur la base des flux de financement intérieur et extérieur, la dette publique directe serait en augmentation de 1,4% à fin avril 2016 par rapport au niveau de fin décembre 2015, avec une progression de 2,5% de l'encours de la dette extérieure et de 1,1% de celui de la dette intérieure. Quant aux coûts de financement sur le marché des bons du Trésor, les conditions se sont davantage améliorées, comme en témoigne la régression des taux moyens pondérés à l'émission par rapport au quatre premiers mois de 2015.

### 4.1 Recettes ordinaires

La forte diminution des recettes non fiscales à fin avril 2016 a été plus que compensée par les performances fiscales, principalement celles des impôts directs. Il en est de même des impôts indirects qui ont progressé, incorporant toutefois une baisse des rentrées de la TVA à l'intérieur. Les recettes ordinaires du Trésor ont affiché ainsi une augmentation de 3%, recouvrant une hausse de 8,6% du produit fiscal à 73 milliards et une baisse de 37,9% de celui non fiscales à 5 milliards de dirhams.

Les recettes des impôts directs ont augmenté de 14,6% à 30 milliards, résultat de l'accroissement du produit de l'IS et de l'IR de près de 14,3% chacun. L'évolution des rentrées de l'IR est due en partie au changement du mode de recouvrement des impôts sur les revenus professionnels ou agricoles<sup>1</sup>, et tient compte d'une progression de 19,6% des recettes de l'IR sur les profits

immobiliers à 1,4 milliard, l'IR sur les salaires servis par la TGR ayant connu un recul de 0,5%.

**Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires\***

	Janvier- avril 2015	Janvier- avril 2016	Var en %	L F 2016	Réalisation par rapport à la LF 2016 %
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>76,2</b>	<b>78,4</b>	<b>3,0</b>	<b>245,9</b>	<b>31,9</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>67,2</b>	<b>73,0</b>	<b>8,6</b>	<b>215,5</b>	<b>33,9</b>
- Impôts directs	26,2	30,0	14,6	85,5	35,0
Dont I.S	13,8	15,7	14,3	44,3	35,5
I.R	12,0	13,7	14,4	38,6	35,5
- Impôts indirects	32,5	33,2	2,1	104,8	31,7
TVA	24,8	24,7	-0,4	79,3	31,2
TIC	7,7	8,4	10,0	25,5	33,1
- Droits de douane	2,7	3,2	19,2	7,9	40,4
- Enregistrement & timbre	5,8	6,6	13,5	17,3	38,4
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>-37,9</b>	<b>27,2</b>	<b>18,3</b>
- Monopoles	3,9	0,3	-92,9	8,3	3,3
- Autres recettes	4,1	4,7	13,7	18,8	24,9
dont Dons CCG	0,1	1,6	13,0	13,0	12,1
<b>Recettes de CST</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>-47,5</b>	<b>3,3</b>	<b>15,3</b>

<sup>1</sup> 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.

\*Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT).  
Chiffres en milliards de DH.

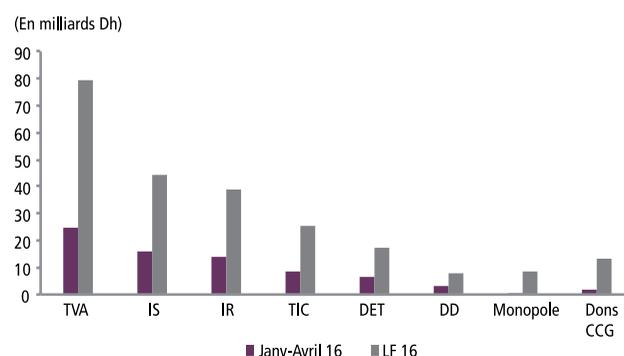
Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Quant à l'IS, le rebond observé est explicable par la bonne performance en 2015 de certaines grandes entreprises, notamment, l'OCP, l'ANRT, la BCP, le CIH, Marsa Maroc et les cimenteries. En termes de flux mensuels, celui de mars 2016 est le plus élevé après celui de 2012, mais reste bien en deçà du niveau de 2008 qui a constitué un pic historique en matière de recouvrement d'impôts.

Pour leur part, les impôts indirects, ont enregistré une augmentation de 2,1% à 33,2 milliards de dirhams et ce, en dépit de la baisse de 9,8% à 9,1 milliards des recettes de la TVA à l'intérieur. Ces dernières ont été impactées directement par l'accélération des remboursements de la TVA, qui se sont établis à 2,7 milliards à fin avril 2016 au lieu de 1,4 milliard à la même période de 2015. En outre, les dernières données disponibles, arrêtés au 15 mai 2016, montrent que les remboursements ont totalisés 2,9 milliards de dirhams, répartis à hauteur de 1 milliard au profit des exportateurs, 613 millions pour le logement social et 1,3 milliard au titre de l'apurement des arriérés. Il est à noter que les entreprises publiques sont largement concernées par les crédits de TVA, avec un stock estimé à fin 2014 à 22,7 milliards, dont 10 milliards redevables à l'OCP et 4,8 milliards à la Société Autoroutes du Maroc.

Les recettes de la TVA à l'importation ont progressé de 6,2% à 15,6 milliards, recouvrant une baisse de 16% de la TVA sur les produits énergétiques, en raison de la baisse des prix des produits énergétiques à l'international, et une hausse de 10,8% de celle sur les autres produits. De leur côté, les TIC ont drainé 8,4 milliards, en progression de 10%, consécutivement à l'amélioration de toutes des catégories de TIC, avec à leur tête celle sur les tabacs, en hausse de 18,2%, en liaison avec le relèvement de la taxe sur les tabacs. Quant aux droits de douane et les droits d'enregistrement et de timbre, ils ont augmenté respectivement de 19,2% et 13,5%.

**Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes publiques**



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

En baisse de 37,9%, les recettes non fiscales se sont établies à près de 5 milliards. Cette évolution recouvre la hausse des encaissements de dons CCG à 1,6 milliard et la diminution de 92,9% à 276 millions de dirhams des recettes de monopoles, provenant de Bank Al-Maghrib à hauteur de 176 millions et de l'Office des Changes de 100 millions. En retrait également, les recettes en atténuation de dépenses de la dette sont revenues de 2,2 milliards à 1,4 milliard.

## 4.2 Dépenses publiques

Les dépenses globales se sont alourdies de 5,6%, à 104,9 milliards, résultat de l'augmentation des investissements du Trésor de 16,4% et des dépenses ordinaires de 2,8% à 80,8 milliards. Les dépenses de biens et services ont augmenté de 5% à 57,1 milliards, reflétant une hausse de 0,5% de la masse salariale à 35,1 milliards, et une progression de 13,1% à 22 milliards des charges au titre des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte de la hausse de 14,5% à 7,9 milliards des transferts aux établissements publics et de 85,6% à 1,5 milliard des versements aux comptes spéciaux du Trésor, ainsi que de la diminution de 2,8% à 3,5 milliards des transferts au profit de la Caisse Marocaine des Retraites.

**Tableau 4.2 : Evolution et execution des dépenses publiques\***

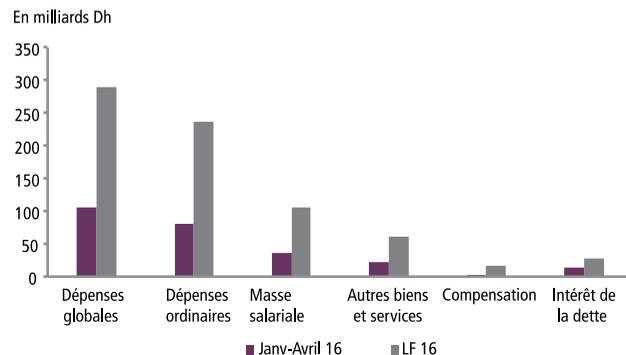
	Janv. avr. 2015	Janv. avr. 2016	Var 16/15 En %	LF 2016	Réalisation par rapport LF %
<b>Dépenses globales</b>	<b>99,3</b>	<b>104,9</b>	<b>5,6</b>	<b>289,4</b>	<b>36,3</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>78,6</b>	<b>80,8</b>	<b>2,8</b>	<b>236,2</b>	<b>34,2</b>
Biens et services	54,4	57,1	5,0	167,8	34,0
Personnel	34,9	35,1	0,5	106,8	32,9
Autres biens et services	19,4	22,0	13,1	61,0	36,0
Intérêt de la dette	11,5	12,6	9,6	28,3	44,6
Compensation	5,3	3,7	-30,4	16,4	22,6
Transferts aux CT	7,4	7,4	-0,4	23,8	31,2
<b>Investissement</b>	<b>20,7</b>	<b>24,1</b>	<b>16,4</b>	<b>53,1</b>	<b>45,4</b>

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

En milliards de dirhams.

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

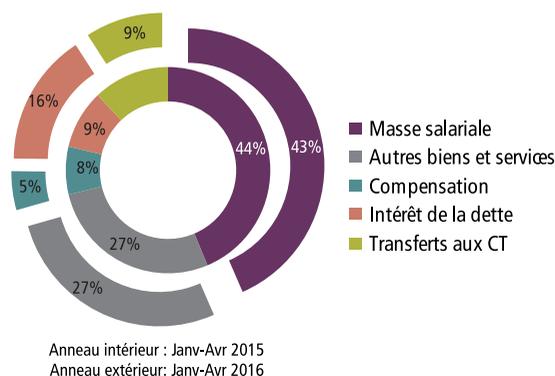
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances**



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

Les paiements d'intérêts de la dette ont enregistré un allourdissement de 9,6% à 12,6 milliards, recouvrant un accroissement de 11,1% à 12 milliards des intérêts sur la dette intérieure et une baisse de 14,2% à 602 millions de celles sur la dette extérieure.

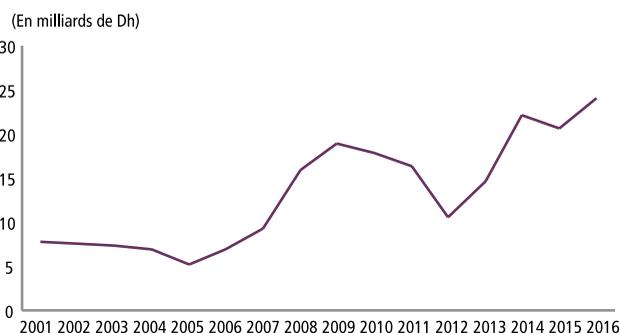
**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**



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

Concernant la charge de compensation, elle continue sur sa tendance baissière avec un retrait de 30,4% par rapport à fin avril 2015 à 3,7 milliards. Cette réduction s'explique en partie par la baisse de 32,4% du prix du gaz sur le marché international, qui est revenu d'un cours moyen des quatre premiers mois de 2015 de 413,9 \$/T à 280 \$/T pour la même période de 2016.

**Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin avril**



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

Exécutées à un rythme assez rapide par rapport à la loi de finances, les dépenses d'investissement ont enregistré une hausse de 16,4% à 24,1 milliards, reflétant une augmentation de 21,9% à 10,8 milliards des charges communes et de 12% à 12,9 milliards des dépenses des Ministères.

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu des évolutions des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, le déficit budgétaire ressort à 21,1 milliards, au lieu de 19,1 milliards à fin avril 2015. Par ailleurs, le Trésor a différé ses dépenses à hauteur de 282 millions de dirhams, portant le stock des arriérés à 5,4 milliards, ce qui s'est traduit par un déficit de caisse de 20,8 milliards, en atténuation de 3,8 milliards.

Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 17,3 milliards, en baisse de 9,9 milliards de dirhams, et par un flux net extérieur de 3,5 milliards contre un flux net négatif de 2,5 milliards un an auparavant. Les tirages extérieurs bruts de 2016 proviennent principalement de la Banque Mondiale à hauteur de 4,4 milliards, de la BAD pour 760 millions et du Japon pour 712 millions de dirhams.

**Tableau 4.3 : Financements des déficits\***

	Janv. avr. 2015	Janv. avr. 2016	LF 2016	Ecart absolu LF/ janv.-avr. 16
<b>Solde ordinaire</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>9,7</b>	<b>12,1</b>
Solde des CST	4,1	5,4	6,0	0,6
Solde primaire	-7,6	-8,5	-9,1	-0,6
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-19,1</b>	<b>-21,1</b>	<b>-37,4</b>	<b>-16,3</b>
Variation des arriérés	-5,5	0,3	0,0	
<b>Besoin de financement</b>	<b>-24,6</b>	<b>-20,8</b>	<b>-37,4</b>	<b>-16,6</b>
Financement intérieur	27,1	17,3	15,2	-2,1
Financement extérieur	-2,5	3,5	22,2	18,7

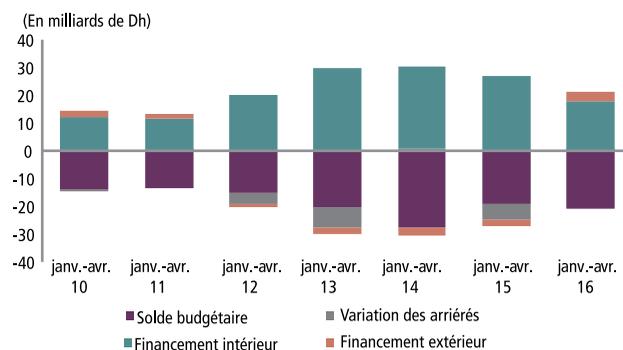
\* En milliards de dirhams.

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

Le financement intérieur ayant bénéficié notamment de l'augmentation des dépôts au Trésor de 9 milliards à 61,6 milliards, le recours au marché des adjudications a été limité à un montant net de 1,8 milliard au lieu de 17,3 milliards à fin avril 2015. Les souscriptions nettes sur le marché des adjudications ont été effectuées

principalement dans les maturités longues, soit 15 ans et plus. Cette évolution vers l'allongement de la durée de vie moyenne de la dette a été accentuée par les opérations de rachat et d'échange de bons, d'un total de 18,9 milliards, qui ont consisté en le remplacement de la dette de maturités inférieures ou égales à 2 ans, par celle de maturités supérieures ou égales à 5 ans.

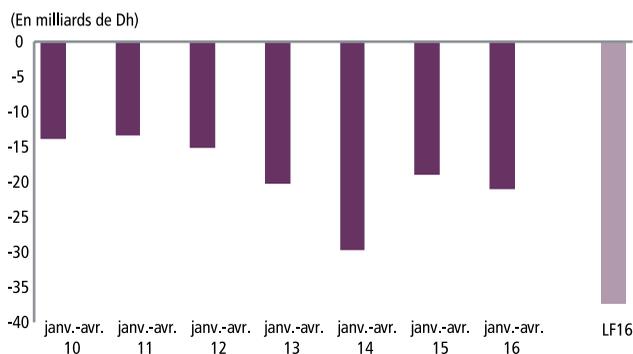
**Graphique 4.5 : Solde budgétaire et financements**



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

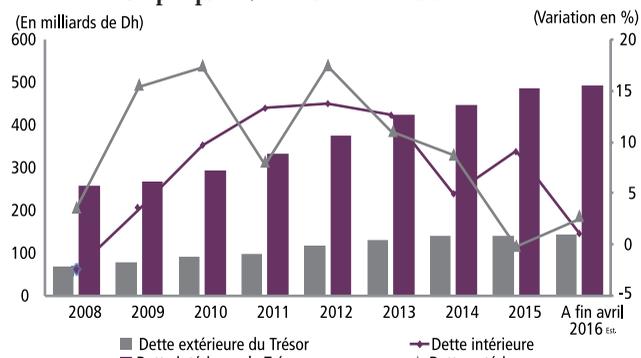
Concernant le coût de financement du Trésor sur le marché intérieur, il s'est amélioré par rapport aux quatre premiers mois de 2015. En effet, le taux moyen pondéré (TMP) des émissions primaires de janvier à avril 2016 a enregistré, comparativement au TMP de la même période de 2015, une baisse de 16 points de base (pdb) à 3,13%. Les taux des émissions à 5 et 15 ans ressortent en diminution, revenant à 2,77% et 3,64%, en baisse respectivement de 29 et 25 pdb. De même, les taux appliqués aux bons du Trésor à 30 ans ont perdu 31 pdb à 4,68%. Les maturités courtes ont également affiché des baisses, principalement les taux sur les bons à 13 semaines, revenant de 2,51% à 2,29%. Pour cette maturité, le taux a été de 1,9% en avril, ce qui est considéré comme un taux historiquement bas, explicable notamment par la baisse du taux directeur et de la situation de détente de la liquidité bancaire.

**Graphique 4.6 : Soldes budgétaires à fin avril de 2010 à 2016 et LF 2016**



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

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



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

**Tableau 4.4 : Perspectives d'endettement du Trésor\***

	2011	2012	2013	2014	2015 Est	A fin avr. 2016 Est.*
<b>Dettes extérieures du Trésor</b>	<b>99,6</b>	<b>116,9</b>	<b>129,8</b>	<b>141,1</b>	<b>140,8</b>	<b>144,4</b>
Var en %	7,8	17,4	11,1	8,7	-0,2	2,5
En % du PIB	12,1	13,8	14,5	15,3	14,3	14,2
<b>Dettes intérieures du Trésor</b>	<b>331,3</b>	<b>376,8</b>	<b>424,5</b>	<b>445,5</b>	<b>486,0</b>	<b>491,4</b>
Var en %	13,4	13,7	12,6	5,0	9,1	1,1
En % du PIB	40,4	44,4	47,3	48,2	49,5	48,5
<b>Encours de la dette directe</b>	<b>430,9</b>	<b>493,7</b>	<b>554,3</b>	<b>586,6</b>	<b>626,8</b>	<b>635,8</b>
Var en %	12,0	14,6	12,3	5,8	6,9	1,4
En % du PIB	52,5	58,2	61,7	63,5	63,8	62,7
<b>Croissance du PIB nominal (%)</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>5,9</b>	<b>2,9</b>	<b>6,3</b>	<b>3,2</b>

\* En milliards de dirhams, sauf indication contraire.

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 avril 2016, les estimations se basent sur les flux des financements intérieurs et extérieurs.

Pour ce qui est de l'estimation de la dette à fin avril 2016, elle ressort en augmentation de 1,4% par rapport à fin décembre 2015. La dette extérieure du Trésor a progressé de 2,5% et celle domestique de 1,1%.

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les données des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre 2015 font ressortir une accélération de la croissance à 5,2%, reflétant un accroissement de 5% de la consommation finale des ménages, une amélioration de 6,7% de l'investissement et une contribution à la croissance de 0,6 point de pourcentage des exportations nettes. En revanche, la consommation des administrations publiques a accusé une baisse de 1,9%. Pour l'ensemble de l'année 2015, la croissance économique s'est établie à 4,5% reflétant une hausse de 12,8% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3,5% du PIB non agricole. A court terme, la hausse du PIB devrait s'établir autour de 1,4% au premier semestre 2016, avec une participation de 1,4 point de pourcentage des composantes de la demande domestique en moyenne sur les deux premiers trimestres et d'une contribution quasi-nulle des composantes extérieures.

S'agissant des évolutions sectorielles, tenant compte d'une faible production céréalière à 33,5 millions de quintaux, avec toutefois une bonne performance des autres cultures favorisées par les précipitations des mois de février et mars, la régression de la valeur ajoutée agricole se serait limitée à 8,9% au premier semestre 2016. Pour sa part, la progression du PIB non agricole devrait se maintenir autour de 3%.

Sur le marché du travail, la situation a été marquée au premier trimestre, comparativement à la même période de l'année dernière, par une légère hausse du taux de chômage de 9,9% à 10%, sous l'effet conjugué d'une perte nette d'emplois de 13.000 postes et d'un repli sensible de 0,7 point de pourcentage à 46,3% du taux d'activité. Concernant les coûts du travail, l'indice des salaires dans le secteur privé a progressé au cours du même trimestre de 4,4% en termes nominaux et de 3,5% en termes réels.

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

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

Les comptes nationaux relatifs au quatrième trimestre 2015 font ressortir un accroissement de 5% de la consommation finale des ménages après 2,6% un an auparavant. Sa contribution à la croissance s'est élevée à 3 points de pourcentage contre 1,5 point.

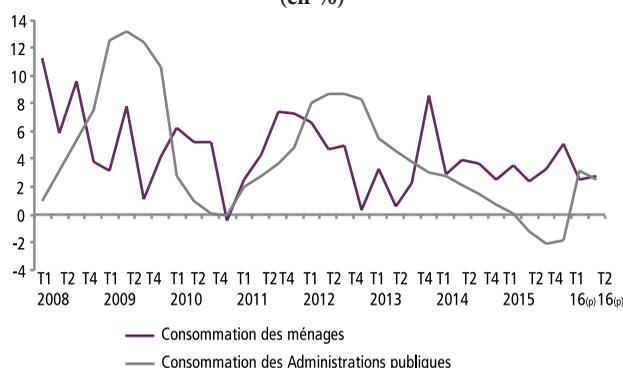
Au premier trimestre 2016, les indicateurs disponibles laissent entrevoir une décélération de la consommation des ménages par rapport à la progression de 3,6% enregistrée à la même période de l'année écoulée. En effet, tenant compte d'une production céréalière estimée à 33,5 millions de quintaux, elle devrait pâtir du repli des revenus agricoles et de l'autoconsommation. Dans le même sens, la persistance de la faiblesse de la croissance non agricole aurait contribué à cette

évolution. Les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages, menée par le HCP, corroborent cette orientation. L'indice de confiance auprès des ménages, au premier trimestre 2016, a atteint son plus bas niveau depuis le début de l'enquête. Parallèlement, la situation sur le marché du travail est marquée par une baisse du taux d'activité et une perte de 13.000 postes d'emploi.

Au deuxième trimestre, la consommation des ménages devrait croître à un rythme légèrement plus important que celui du premier trimestre, en relation notamment avec une hausse considérable des importations et des ventes de voiture de tourisme.

De son côté, la consommation finale des administrations publiques a maintenu, au quatrième trimestre 2015, son évolution négative pour le troisième trimestre consécutif. Cette orientation ne devrait pas se poursuivre au cours du premier semestre de l'année, comme en témoigne l'évolution à fin avril des dépenses au titre des autres biens et services qui ont affiché un accroissement de 13,1% contre un repli de 0,8% un an auparavant. La contribution à la croissance de la consommation des administrations publiques demeurerait en conséquence positive.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

## 5.1.2 Investissement

Après une progression de 1,5% en moyenne sur les trois premiers trimestres, l'investissement a augmenté de 6,7% au quatrième trimestre 2015. Sa contribution à la croissance s'est ainsi élevée à 2,1 points contre 1,4 point en moyenne au cours des deuxième et troisième trimestres.

Au regard des évolutions récentes des indicateurs disponibles, l'investissement serait marqué au premier trimestre 2016 par la poursuite de la faiblesse de la formation brute de capital fixe parallèlement à une évolution contrastée de la variation des stocks, avec notamment un repli anticipé des stocks en produits agricoles et une augmentation des stocks industriels comme en témoigne la hausse de 23,2%

des importations des parties et pièces pour voitures et véhicules de tourisme et de 68,1% des moteurs à pistons.

Pour sa part, l'investissement résidentiel serait marqué par une décélération du rythme d'accroissement du crédit immobilier se situant à 1,3% à fin avril, reflétant notamment la poursuite du recul des crédits accordés aux promoteurs immobiliers. En parallèle, le volume des transactions a diminué de 1,1% au premier trimestre en glissement annuel, tandis que les prix ont accusé une baisse de 2%, reflétant principalement une diminution des prix du résidentiel.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib indiquent que le climat des affaires a été jugé normal au premier trimestre, avec notamment une hausse des dépenses d'investissement par rapport au trimestre précédent dans l'ensemble des branches, à l'exception de « la mécanique et métallurgie ».

En outre, les dépenses d'investissement du Trésor ont affiché, à fin avril, une progression de 16,4% à 24,1 milliards de dirhams contre une baisse de 6,3% à 20,7 milliards une année auparavant.

## 5.2 Demande extérieure

La contribution à la croissance des exportations nettes de biens et services s'est située à 0,6 point de pourcentage au quatrième trimestre après une participation d'un point à la même période de l'année précédente. À prix constants, les exportations de biens et services ont enregistré une accélération de leur croissance à 7,8% contre 2,8% en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année. En parallèle, les importations de biens et services ont connu une hausse de 4,8% après quatre trimestres de baisses successives.

Cette orientation devrait se maintenir au premier semestre 2016, avec notamment une poursuite de la dynamique des exportations et une hausse des importations. En conséquence, la contribution à la croissance de la demande extérieure nette serait quasi nulle.

Au total, compte tenu d'une participation moyenne à la croissance de 1,4 point de pourcentage des composantes de la demande domestique au cours des deux premiers trimestres, la hausse du PIB devrait se situer à 1,4% au premier semestre 2016.

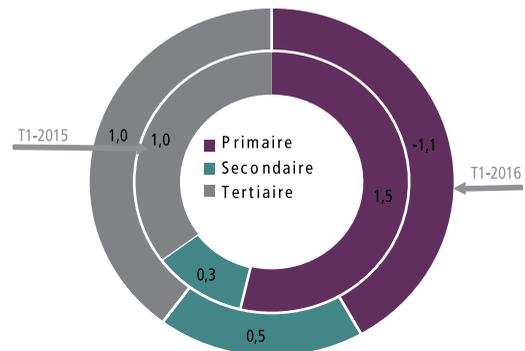
### 5.3 Offre globale

Pour l'ensemble de l'année 2015, la croissance du PIB aurait atteint 4,5%, avec une progression de 12,8% de la valeur ajoutée agricole et de 3,5% du PIB non agricole.

Au premier semestre 2016, la valeur ajoutée agricole se serait inscrite en baisse de 8,9% reflétant notamment une faible production céréalière, dont les effets devraient être atténués par la bonne performance des autres cultures favorisées par les précipitations des mois de février et mars.

En parallèle, le rythme de progression de la valeur ajoutée non agricole serait resté faible, avec une progression limitée de 2%. Tenant compte d'une hausse de 6,2% des impôts sur les produits nets de subventions, le PIB non agricole aurait cru de 3% au premier semestre.

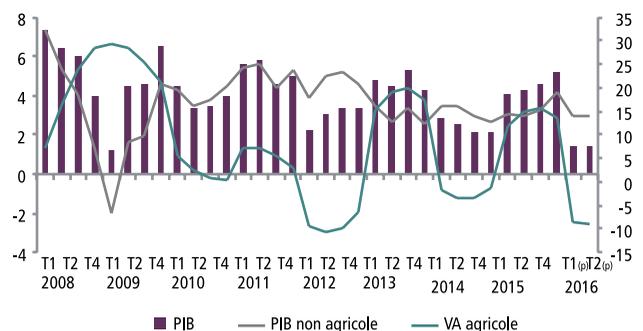
**Graphique 5.2 : Contributions des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale (en points de pourcentage)**



Sources : HCP et prévisions BAM.

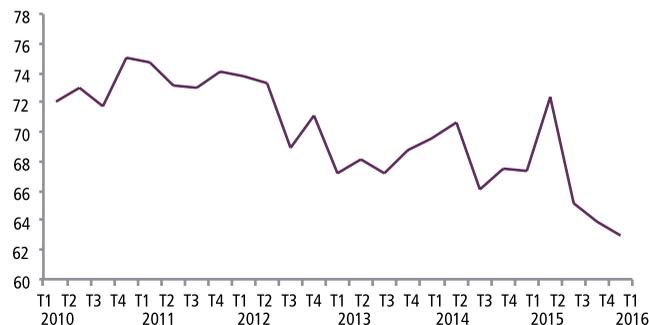
Par branche, la valeur ajoutée des industries de transformation, après s'être accrue de 4,5% au quatrième trimestre contre 1,4% en moyenne au cours des trois premiers trimestres, aurait connu une relative décélération au premier trimestre 2016. Le taux d'utilisation des capacités de production se serait établi à 61% globalement en deçà de sa moyenne historique de 70% et les ventes d'électricité à haute et moyenne tensions se sont améliorées de 2,6% après 1,3% au premier trimestre 2015.

**Graphique 5.3 : Évolution en glissement annuel du PIB (prix chaînés, en %)**



Sources : HCP et prévisions BAM.

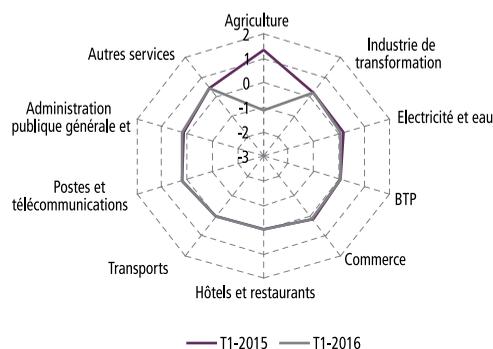
**Graphique 5.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (en %)**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de BAM.

Pour sa part, la valeur ajoutée du BTP aurait connu une légère amélioration après avoir progressé de 1,3% une année auparavant. En effet, les ventes de ciments se sont accrues de 5,9% après 0,6% au premier trimestre de l'année précédente. En revanche, les crédits accordés aux promoteurs immobiliers poursuivent leur repli, affichant une baisse à fin avril de 9,2% après 6,4% un an auparavant.

**Graphique 5.5 : Contributions des branches d'activité à la croissance (en points de pourcentage)**



Sources : HCP et prévisions BAM.

Concernant le secteur tertiaire, la valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait croître de 5,2% au premier trimestre, soit quasiment le même rythme enregistré au cours de la même période de l'année dernière. Les données disponibles au premier trimestre font ressortir une augmentation de 40,3% du nombre d'abonnés à internet portant ainsi le taux de pénétration à 42,8% et ce, parallèlement à une atténuation de la

baisse du parc de la téléphonie fixe de 15,3% à 9,2% et une diminution de 3% de celui de la téléphonie mobile après une stagnation au même trimestre de l'année précédente.

Bien qu'en atténuation, la valeur ajoutée de la branche hôtels et restaurants aurait poursuivi sa contraction en liaison avec le climat d'insécurité dans certains pays de la région. Toutefois, les données des échanges extérieurs font ressortir une amélioration de 6,6%, à fin avril, des recettes voyage après une baisse de 5,6% une année auparavant.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

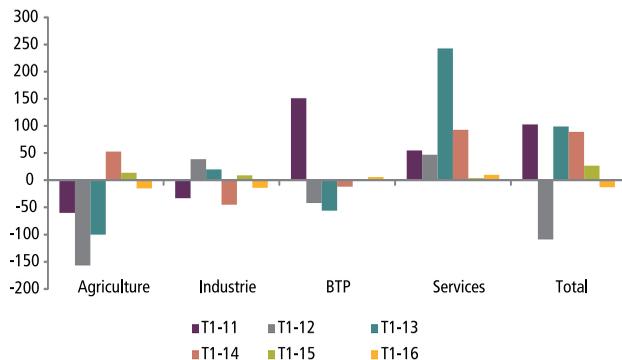
Au cours du premier trimestre 2016, la population active âgée de 15 ans et plus s'est quasiment stabilisée à 11,7 millions de personnes, avec une augmentation de 0,6% en milieu urbain et une baisse de 0,7% en zones rurales. Tenant compte de l'évolution démographique, le taux d'activité a de nouveau reculé à un rythme important, reculant de 47% à 46,3% au niveau national, de 41,6% à 41% dans les villes et de 55,5% à 54,7% en milieu rural.

En parallèle, et après plusieurs trimestres de faibles créations d'emplois, l'économie nationale a accusé une perte de 13.000 postes, résultat d'une diminution de 28.000 emplois en zones rurales et d'une création de 15.000 postes en milieu urbain. La population active occupée ressort ainsi en léger repli de 0,1% et le taux d'emploi a de nouveau regressé, revenant de 42,3% à 41,7% au niveau national, de 35,6% à 35% en milieu urbain et de 52,9% à 52,2% en zones rurales.

Par secteur d'activité, les services ont été le principal pourvoyeur d'emplois avec, toutefois, une création limitée de 10.000 postes, suivis du BTP avec 6.000

postes. A l'inverse, l'agriculture, forêt et pêche a perdu 15.000 postes, dans un contexte marqué par une croissance négative de la valeur ajoutée du secteur, et l'industrie y compris l'artisanat a accusé une contraction de 14.000 emplois, majoritairement en milieu urbain.

**Graphique 5.6 : Evolution des créations d'emplois par secteur (en milliers)**

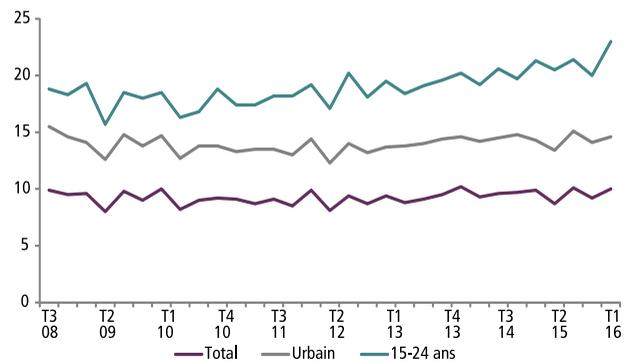


Source : HCP.

## 5.4.2 Chômage et sous-emploi

Après une diminution de 2,9% un an auparavant, la population active au chômage a enregistré une progression de 1% au premier trimestre, pour s'établir à 1,17 million de personnes. En conséquence, et tenant compte de la stabilisation de la population active, le taux de chômage a légèrement augmenté de 9,9% à 10% au niveau national. Par milieu de résidence, ce taux s'est accru de 0,3 point à 14,6% en milieu urbain, alors qu'en zones rurales, il est revenu de 4,7% à 4,5%. L'aggravation du chômage a concerné les tranches d'âge de 15 à 24 ans et de 25 à 34 ans, dont les taux sont passés de 21,3% à 23% et de 14,1% à 14,7% respectivement. En revanche, le taux de chômage a reculé de 5,5% à 5,3% chez les personnes âgées de 35 à 44 ans et de 3,4% à 2,8% pour celles de 45 ans et plus.

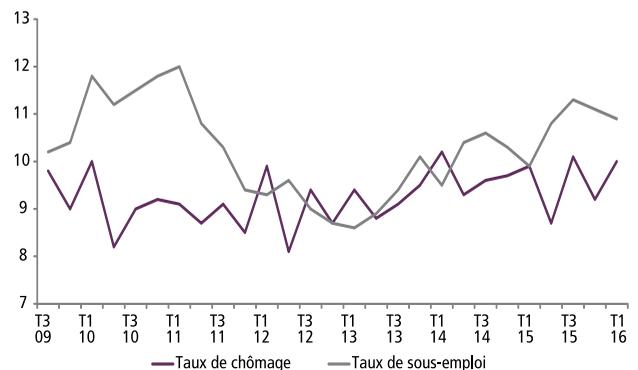
**Graphique 5.7 : Evolution du taux de chômage (en %)**



Source : HCP.

S'agissant du sous-emploi<sup>1</sup>, il a poursuivi son mouvement haussier, s'établissant à 10,9% contre 9,9% un an auparavant, contribuant ainsi à l'atténuation de l'aggravation du taux de chômage. Cette évolution est le résultat d'un accroissement de 0,8 point de pourcentage à 10,1% en milieu urbain et de 1,2 point à 11,7% en zones rurales.

**Graphique 5.8 : Evolution du taux de sous-emploi et du taux de chômage (en %)**



Source : HCP.

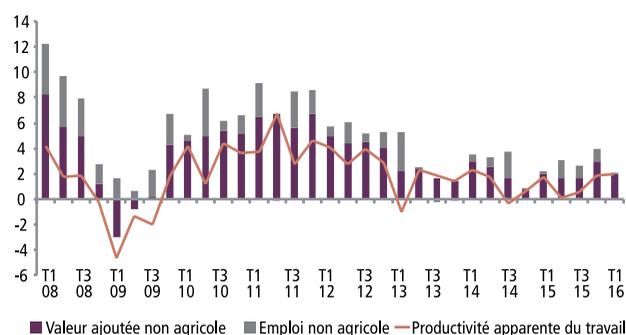
Cette progression a concerné l'ensemble des secteurs d'activité. En effet, le taux de sous-emploi a augmenté de 0,5 point de pourcentage à 9,6% pour les services, de 1,1 point à 11,1% pour l'agriculture, de 1,2 point à 8,7% pour l'industrie y compris l'artisanat et de 1,3 point de pourcentage à 17,9% pour le BTP.

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

### 3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles<sup>2</sup> a connu une légère amélioration de son rythme d'accroissement de 2% au premier trimestre après 1,8% un an auparavant. Cette évolution reflète l'effet conjuguée d'une stabilisation de la croissance non agricole à 2% et d'un ralentissement de 0,2% à 0% de l'emploi non agricole.

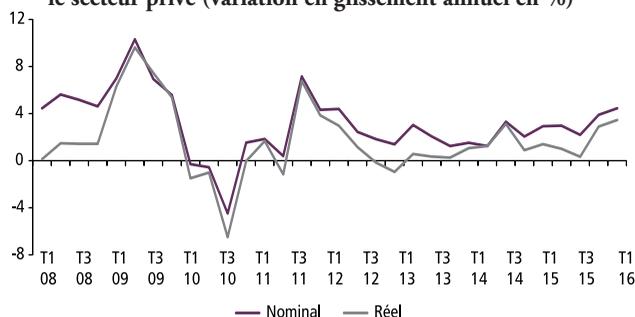
**Graphique 5.9 : Evolution de la productivité apparente de travail, de la valeur ajoutée et de l'emploi non agricoles (variation en glissement annuel en %)**



Sources : HCP et calculs BAM.

Pour ce qui est des coûts salariaux, l'indice des salaires moyens, calculé sur la base des données de la CNSS, a enregistré une hausse au premier trimestre 2016 de 4,4%, après 2,9%, en termes nominaux et de 3,5%, contre 1,4%, en termes réels.

**Graphique 5.10 : Evolution de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**

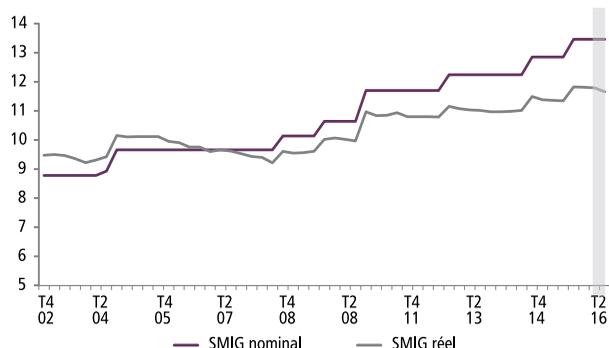


Sources: CNSS et calculs BAM.

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

Cette augmentation reflèterait en partie la revalorisation de 4,7% du SMIG intervenue en juillet 2015 à 13,46 dhs/h. En termes réels, ce dernier a progressé, en glissement annuel, de 3,8% au premier trimestre 2016 et devrait s'accroître de 2,8% au prochain trimestre.

**Graphique 5.11 : Evolution du SMIG horaire en termes nominaux et réels (en DH/h)**



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

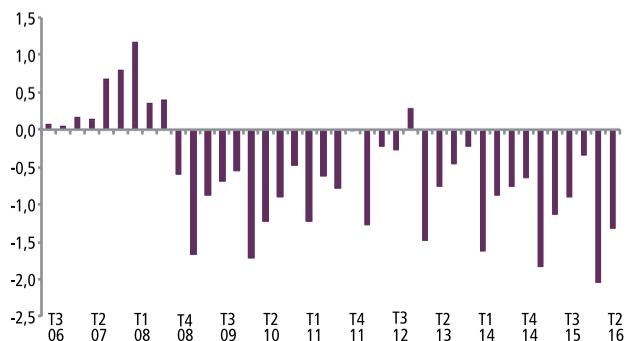
**Tableau 5.1 : Evolution des principaux indicateurs du marché de travail**

	T1- 2015	T1-2016
<b>Taux d'activité (en %)</b>	<b>47,0</b>	<b>46,3</b>
Urbain	41,6	41,0
Rural	55,5	54,7
<b>Taux de chômage (en %)</b>	<b>9,9</b>	<b>10,0</b>
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	21,3	23,0
Urbain	14,3	14,6
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	39,1	41,5
Rural	4,7	4,5
<b>Créations d'emplois (en milliers)</b>	<b>27</b>	<b>-13</b>
Urbain	45	15
Rural	-18	-28
Secteurs		
- Agriculture	14	-15
- Industrie y compris l'artisanat	9	-14
- BTP	0	6
- Services	4	10
<b>Productivité apparente non agricole (variation en %)</b>	<b>1,8</b>	<b>2</b>
<b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>		
Nominal	<b>2,9</b>	<b>4,4</b>
Réel	<b>1,4</b>	<b>3,5</b>

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

Au total, l'output gap devrait rester négatif au cours du premier semestre 2016 selon les prévisions de Bank Al-Maghrib.

**Graphique 5.12 : Evolution de l'output-gap non agricole  
(en %)**



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

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Tirée par les prix des produits alimentaires à prix volatils, l'inflation a enregistré une hausse depuis le début de l'année, passant de 1% au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016 à 1,6% en avril. L'inflation des produits alimentaires s'est établie ainsi à 3,2% au premier trimestre de l'année et à 9,3% en avril. L'accélération de l'inflation trouve également son origine, dans l'atténuation du repli des prix des carburants et lubrifiants, en lien avec la reprise des cours internationaux. Pour sa part, l'inflation des produits réglementés est restée quasi stable depuis le début de l'année à 1,1%. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est inscrite en légère décélération, passant de 1% au quatrième trimestre à 0,7% au premier trimestre et à 0,6% en avril. La tendance haussière de l'inflation devrait se poursuivre à court terme, en lien essentiellement avec la poursuite prévue de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils.

### 6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation a enregistré une nette reprise durant les derniers mois. Elle est passée de 1% au premier trimestre à 1,6% en avril, reflétant essentiellement le retournement de la tendance de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils, entamé depuis le mois de février. L'accélération de l'inflation résulte également de l'atténuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants, alors que les tarifs des produits réglementés ont évolué à un rythme stable. Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente a enregistré une légère décélération entre février et mars, avant de se stabiliser en avril.

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

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	fév. 16	mars 16	avr. 16	fév. 16	mars 16	avr. 16
<b>Inflation</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	1,7	7,0	-1,0	2,0	11,1	9,3
- Carburants et lubrifiants	-0,8	2,0	5,1	-5,1	-11,4	-6,6
-Produits réglementés	0,0	-0,1	0,1	1,1	1,0	1,1
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
- Produits alimentaires	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	0,2	0,0
- Articles d'habillement et chaussures	-0,1	0,0	0,0	1,1	1,3	1,4
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,1	0,1	0,0	1,1	1,1	0,9
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4
- Santé*	-0,1	0,0	0,0	1,3	1,2	1,1

- Transport*	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,5	0,5
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Loisirs et cultures	0,5	-0,1	0,7	1,1	1,2	1,9
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,1	2,1	2,1
- Restaurants et hôtels	0,2	0,0	0,2	2,4	2,2	2,1
- Biens et services divers	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2

\* Hors produits réglementés.  
Sources : HCP et calculs BAM.

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



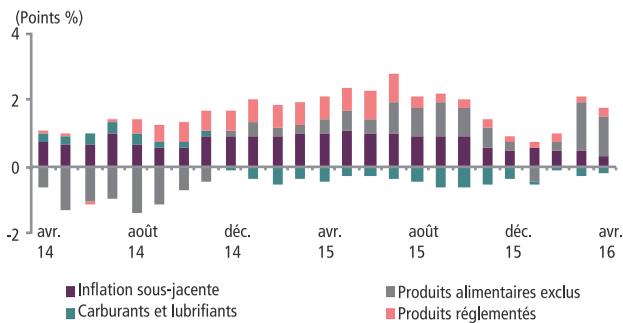
Sources : HCP et calculs BAM.

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

Après une diminution de 3,1% en janvier et une légère hausse de 2% en février, l'inflation des produits alimentaires à prix volatils a enregistré une nette accélération à 11,1% en mars et à 9,3% en avril. Cette progression a concerné particulièrement les prix des

légumes frais et des œufs dont les hausses ont atteint respectivement 19,5% et 29% en avril. La contribution de ces produits à l'inflation est ainsi passée de 0,3 point de pourcentage en février à 1,4 en mars et à 1,2 en avril.

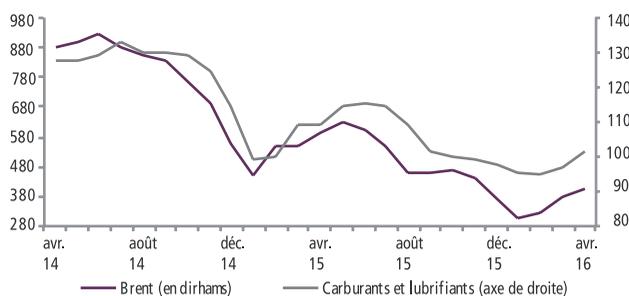
**Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM.

En outre, le recul des prix des carburants et lubrifiants s'est limité à 6,6% en avril, après 11,4% en mars, reflétant en partie la relative reprise des cours mondiaux des produits pétroliers au cours des trois derniers mois. Leur contribution à l'inflation est ainsi revenue à -0,2 point au lieu de -0,3 point de pourcentage. De son côté, le rythme de progression des tarifs des produits réglementés est resté quasi-stable à 1,1% depuis le début de l'année.

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

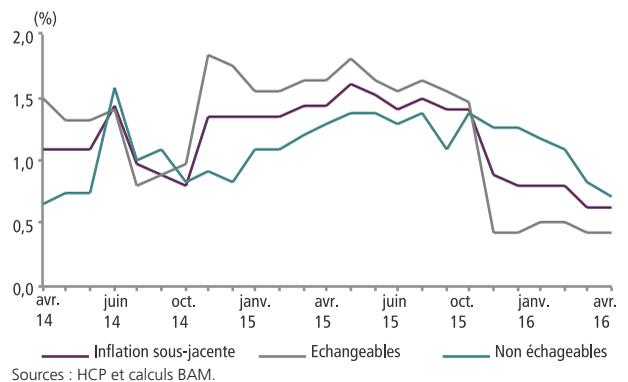


Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

## 6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente a continué de décélérer, revenant de 1% au titre du quatrième trimestre 2015 à 0,7% au premier trimestre 2016 et à 0,6% en avril, soit son plus bas niveau depuis septembre 2012. Reflétant l'atonie de la demande intérieure, l'inflation des biens non échangeables est revenue de 1,3% au quatrième trimestre 2015 à 1,1% au premier trimestre 2016 et à 0,7% en avril. De même, l'inflation des biens échangeables a de nouveau reculé de 0,8% au quatrième trimestre 2015 à 0,5% au premier trimestre 2016 et à 0,4% en avril dans un contexte marqué par la persistance du niveau relativement bas des cours mondiaux des principales matières premières et par le repli de l'inflation des principaux partenaires commerciaux.

**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.

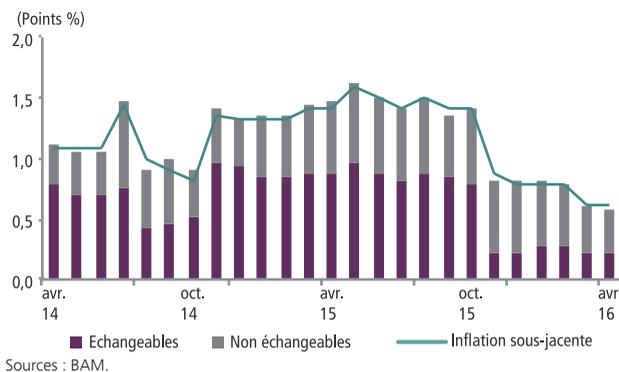
La contribution de l'inflation des biens échangeables à l'inflation sous-jacente s'est ainsi limitée à 0,2 point de pourcentage en avril après 0,3 point au premier trimestre 2016. Celle des produits non échangeables est revenue à 0,3 point de pourcentage en avril au lieu de 0,5 point au premier trimestre 2016.

**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		
	fév 16	mars 16	avr. 16	fév 16	mars 16	avr. 16
Biens échangeables	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,4
Biens non échangeables	-0,1	-0,2	0,1	1,1	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**



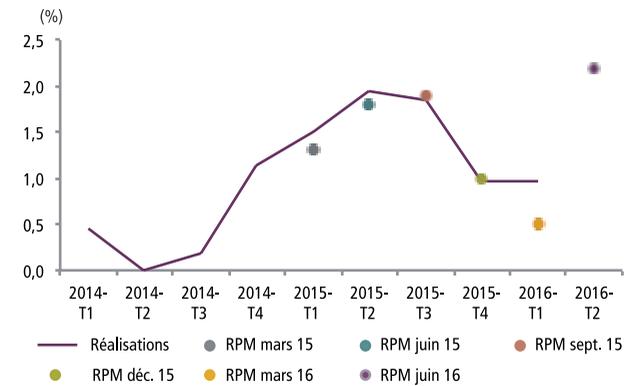
Sources : BAM.

## 6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

Après une stagnation à 1% au quatrième trimestre 2015 et au premier trimestre 2016, l'inflation devrait enregistrer une nette accélération à 2,2% au second trimestre 2016. Cette évolution résulterait essentiellement de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils, suite aux chocs d'offre successifs ayant concerné plusieurs produits alimentaires frais. En effet, l'augmentation observée des prix des produits alimentaires en avril devrait s'accroître en mai selon l'évolution relevée sur les marchés de gros issus du système ASAAR du Ministère de l'Agriculture. En revanche, l'inflation sous-jacente devrait reculer de 0,7% au premier trimestre à 0,5% au deuxième trimestre 2016 en lien avec le repli anticipé des prix de certains produits alimentaires.

De même, l'augmentation prévue des cours internationaux des produits pétroliers devrait se traduire par une poursuite de la progression des prix des carburants et lubrifiants. Leur baisse en glissement annuel devrait s'établir à 6,8% après 6,9% au premier trimestre 2016 et 19,3% au quatrième trimestre 2015. Pour leur part, les produits réglementés évolueraient à un rythme quasi identique à celui du trimestre précédent, soit 1% avec une incertitude liée principalement à l'évolution des prix des tabacs manufacturés consécutive aux décisions du comité d'homologation de ces produits en juin 2016.

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

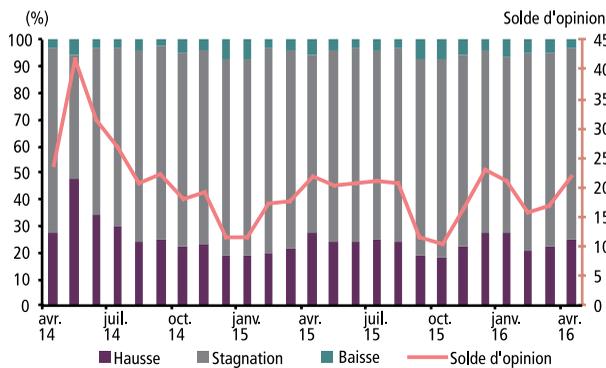


Sources : BAM.

## 6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'avril 2016, font ressortir que 72% des industriels anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que 25% des chefs d'entreprises tablent une progression des prix et 3% d'entre eux tablent sur une régression, soit un solde d'opinion de 22%.

**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-Maghrib au cours du deuxième trimestre 2016 indiquent que les experts du secteur financier anticipent un taux d'inflation moyen de 1,6% entre le 2ème trimestre 2016 et le 1er trimestre 2018.

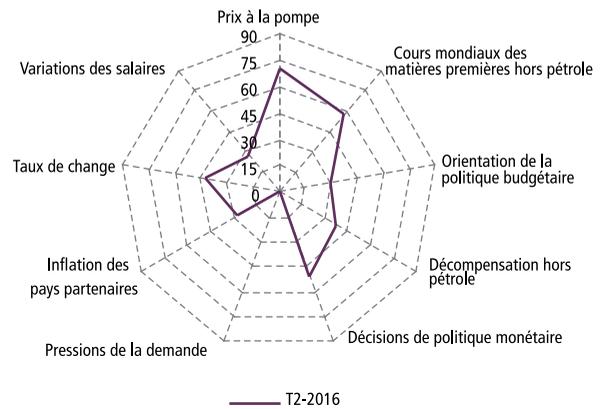
**Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier\***



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.

Concernant les déterminants de l'inflation, les experts estiment que les prix à la pompe, les cours mondiaux des matières premières et les décisions de politique monétaire constituent les facteurs 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**

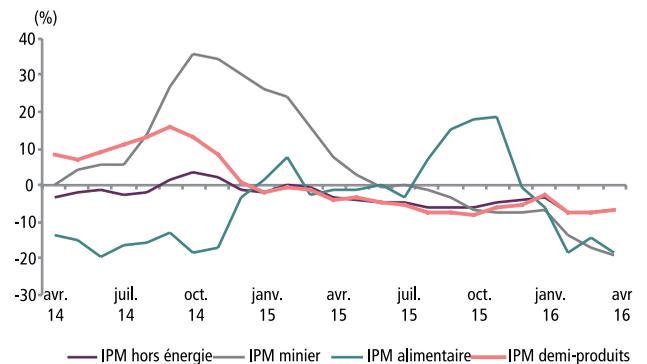


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

En glissement annuel, les prix à l'import hors énergie ont poursuivi leur reflux entamé en décembre 2014, avec un repli de 6,6% en avril après celui de 6% au premier trimestre.

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

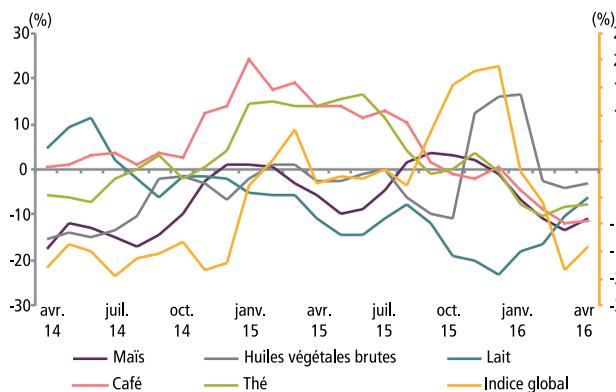


Source : Office de Change et calcul BAM.

Cette baisse a concerné aussi bien les produits alimentaires que les demi-produits et les produits miniers. La diminution des prix des produits alimentaires s'est accentuée de 12,8% à 18,4%, suite principalement au recul des prix à l'importation du blé de 27,8% après 18,2% et au repli de ceux des huiles végétales brutes de 3,3% après une hausse de 3,2%. Parallèlement, le reflux des indices des prix à l'import s'est accentué de

12,7% à 19,4% pour les produits miniers et de 5,8% à 7,1% pour les demi-produits.

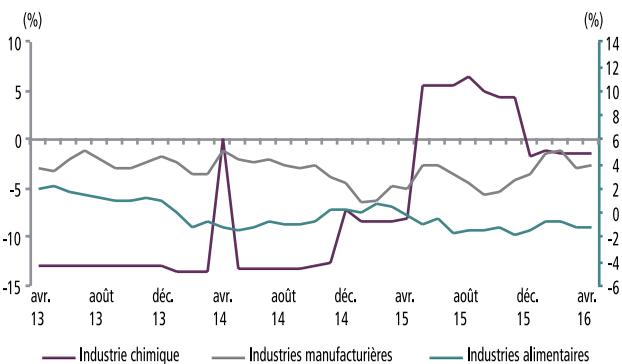
**Graphique 6.11 : Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire (\*)**



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

Pour leur part, les prix à la production des industries manufacturières ont reculé, en glissement mensuel, pour le quatrième mois consécutif, enregistrant une baisse de 0,2% en avril après 0,1% en moyenne au premier trimestre 2016.

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

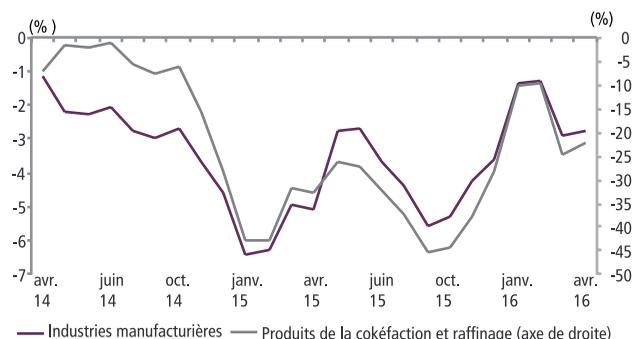


Sources : HCP.

Cette évolution est imputable à la baisse des prix à la production de 0,6% dans « l'industrie alimentaire » et de 0,9% dans « l'industrie de l'habillement ». Ces baisses ont plus que compensé la hausse de 0,8% contre une diminution moyenne de 1,1% au cours du premier trimestre des prix à la production des « produits

de la cokéfaction et raffinage ». En glissement annuel, après un recul de 1,8% au premier trimestre, les prix à la production industrielle ressortent, en avril, inférieurs de 2,8% à leur niveau enregistré une année auparavant.

**Graphique 6.13 : Evolution des indices des prix à la production des industries manufacturières et des produits de la cokéfaction et raffinage, en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

### Synthèse

L'activité mondiale devrait continuer globalement sa reprise lente en 2016 et 2017. Par rapport à l'exercice de prévision de mars la croissance a été révisée à la baisse pour les Etats-Unis alors que dans la zone euro, elle a été ajustée à la hausse, soutenue par les conditions monétaires accommodantes. Tenant compte de cette révision et des incertitudes entourant la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis, le dollar devrait légèrement se déprécier par rapport à l'euro. Sur les marchés des matières premières, bien que revus à la hausse, les cours mondiaux demeurent à un niveau bas, induisant un taux d'inflation faible dans la zone euro en 2016, avant d'augmenter en 2017 vers un niveau proche de l'objectif de la BCE.

En dépit de l'amélioration prévue de la demande étrangère et de l'appréciation moins importante du taux de change effectif réel, la hausse, en termes nominaux, des exportations nationales de biens a été révisée à la baisse tenant compte de la révision importante à la baisse des prévisions des cours internationaux des dérivées de phosphates. En revanche, les recettes voyages ont été révisées à la hausse en 2016, au vu des évolutions récentes favorables. Parallèlement, les importations de biens devraient afficher en 2016 une progression plus importante que prévue en mars, en lien notamment avec la hausse importante des acquisitions de biens d'équipements et de consommation observée sur les quatre premiers mois de l'année. Elles ont été toutefois ajustées à la baisse en 2017, étant donné un important effet de base. Dans ces conditions et sous l'hypothèse d'entrées en dons en provenance des pays du CCG à 10 milliards de dirhams en 2016 et à 8 milliards en 2017, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 1,2% du PIB en 2016, au lieu de 0,1% prévu en mars, et s'atténuer davantage à 0,8% du PIB en 2017. Au total, les réserves internationales nettes devraient poursuivre leur renforcement pour assurer la couverture de près de 7 mois et 18 jours d'importations de biens et services en 2016 et à 8 mois et 6 jours en 2017.

Cette amélioration des réserves de change devrait se refléter au niveau de la liquidité bancaire, qui devrait passer, comme prévu en mars, à une situation excédentaire en 2016. Toutefois, l'orientation à moyen terme du crédit bancaire ne devrait pas connaître de changement notable par rapport aux prévisions de mars. Tenant compte de l'amélioration du crédit accordé au secteur non financier à fin avril, sa prévision en 2016 a été légèrement revue à la hausse à 2,7% et a été maintenue inchangée à 4% en 2017. Dans ces conditions, la progression de la masse monétaire devrait s'établir à 5,4% en 2016 et à 5,8% en 2017.

S'agissant des finances publiques, le scénario de projection repose sur l'hypothèse du maintien de l'orientation actuelle de la politique budgétaire. Le déficit budgétaire devrait se situer à 3,8% du PIB en 2016, légèrement révisé à la hausse de 0,1 point de pourcentage, compte tenu notamment de la révision à la baisse de l'hypothèse des dons en provenance des pays du CCG de 13 à 10 milliards de dirhams et d'une exécution plus importante des recettes fiscales à fin avril comparativement à la programmation de la loi de finances. En 2017, le déficit budgétaire est légèrement révisé à la hausse à 3,3% du PIB, les dépenses d'investissement ayant été revues à la hausse, tenant compte d'une marge de manœuvre budgétaire supplémentaire liée à une hausse moindre des dépenses de fonctionnement.

Les perspectives de la croissance nationale demeurent globalement inchangées par rapport à mars, néanmoins légèrement revues à la hausse en 2016, en liaison avec une hausse plus importante que prévue de la production agricole hors céréales selon les données publiées par le Ministère de l'agriculture.

Par ailleurs, les évolutions récentes des indicateurs à haute fréquence n'indiquent pas de signe tangible de reprise de l'activité à court terme. A moyen terme, certains facteurs favorables devraient soutenir la demande intérieure et les exportations, en l'occurrence, l'assouplissement des conditions monétaires et l'amélioration de l'activité dans la zone euro. En somme, la croissance devrait s'établir à 1,2% en 2016, au lieu de 1% communiquée en mars, et à 4% en 2017.

La prévision de l'inflation en 2016 a été sensiblement révisée à la hausse à 1,6% au lieu de 0,5% communiquée en mars, sous l'effet principalement de la forte hausse des prix de certains produits alimentaires à prix volatils. A l'inverse, sa composante sous-jacente a été maintenue à un niveau faible de 0,6%, reflétant essentiellement la décélération prévue de la demande intérieure. En 2017, l'inflation devrait s'établir à 1%, revue à la baisse de 0,4 point de pourcentage par rapport aux projections de mars. Cette révision s'explique par la dissipation des effets de la hausse des prix des produits à prix volatils qui devrait plus que compenser l'augmentation induite par la reprise de la demande intérieure et la dépréciation du taux de change effectif réel.

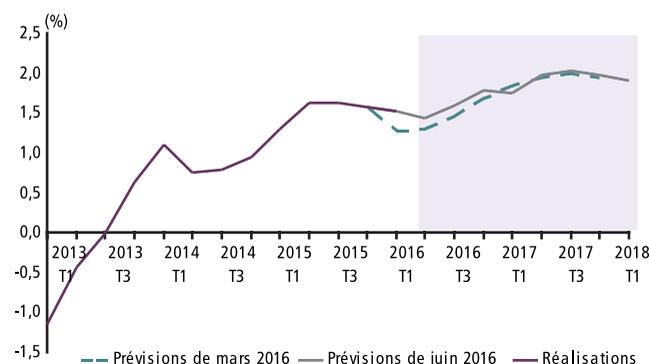
## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

### 7.1.1 Reprise toujours lente de l'économie mondiale sous l'effet des chocs transitoires à court terme et de la montée des incertitudes sur les marchés financiers

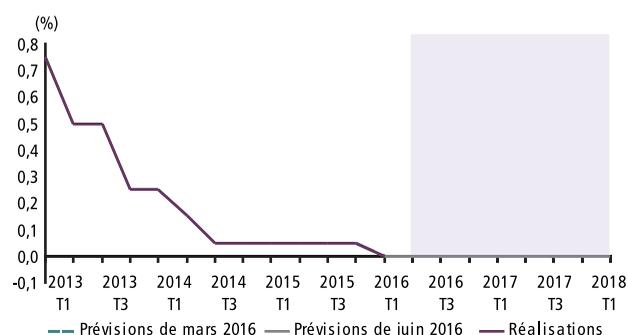
Le scénario central de projections repose sur une reprise toujours lente de l'activité économique mondiale, fragilisée particulièrement par les incertitudes sur les marchés financiers entourant la normalisation de la politique monétaire de la FED. La reprise de l'activité économique aux Etats-Unis devrait, en effet, se faire à un rythme plus lent que prévu s'établissant à 1,8% en 2016, au lieu de 2,1% prévu en mars, avant de passer à 2,4% en 2017. En revanche, les perspectives de croissance en Chine en 2016 ressortent légèrement supérieures à celles retenues lors de l'exercice de mars, stimulées par les politiques de relance budgétaire dans le cadre de la nouvelle cible de croissance du plan quinquennal 2016-2020. Par ailleurs, la croissance dans la zone euro devrait progresser à 1,6% en 2016 au lieu de 1,4% prévue en mars avant de s'améliorer à 1,9% en 2017 à la faveur d'une demande intérieure solide et de conditions monétaires plus accommodantes.

Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc devrait rester modérée, toutefois en amélioration par rapport à l'exercice de prévision de mars.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE



Source: Prévisions GPM<sup>1</sup> de mai 2016, BCE et calculs BAM.

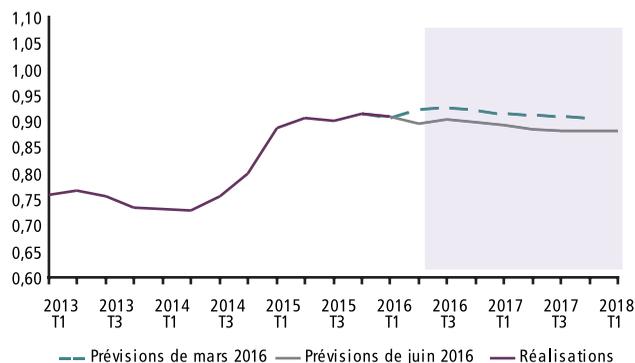
### 7.1.2 Légère appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar : maintien par la FED de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée jusqu'à décembre 2016 et poursuite de l'assouplissement de la part de la BCE

Sur le plan des conditions monétaires, le scénario de prévisions de base ne suppose aucun changement au niveau des politiques monétaires de la Fed et de la BCE comparativement à l'exercice de mars. En effet, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux devrait être maintenue stable jusqu'à décembre 2016, alors que la BCE, en plus du maintien de son taux directeur à 0%, a entamé son vaste programme d'assouplissement quantitatif d'achat de

<sup>1</sup> 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.

dettes d'entreprises (corporate sector purchase programme, CSPP) et a lancé une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme pour les banques. Ces évolutions, conjuguées aux perspectives plus optimistes de la reprise dans la zone euro, devraient se traduire par une légère dépréciation du dollar face à l'euro contre une hypothèse de stabilité retenue en mars.

**Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD**



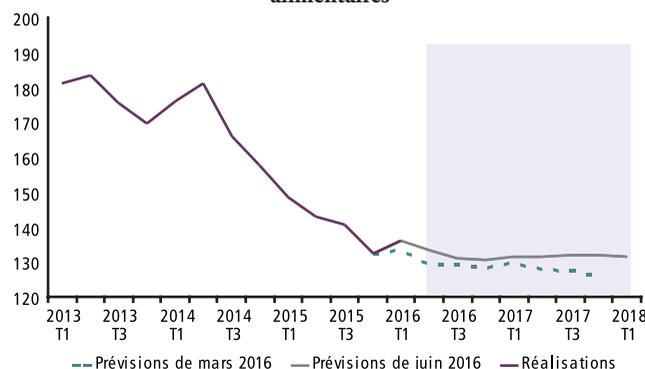
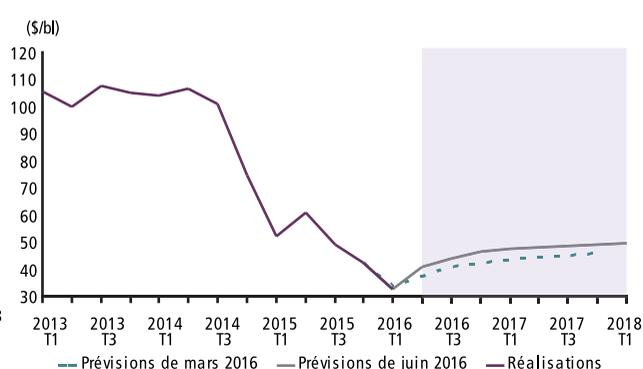
Source: Prévisions GPM de mai 2016 et calculs BAM.

### 7.1.3 Niveaux des cours des matières premières relativement bas avec toutefois une légère révision à la hausse des prix énergétiques et alimentaires

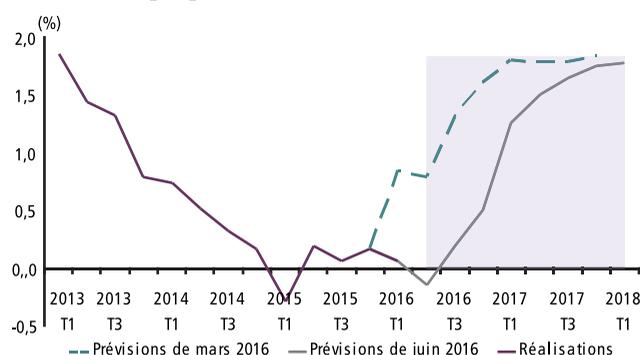
Les perspectives relativement meilleures de la croissance dans la zone euro ainsi qu'en Chine se sont traduites par une légère révision à la hausse des prévisions des prix des matières premières énergétiques. Le prix moyen de pétrole brut devrait ainsi s'établir à 40,9\$/bl en 2016 et devrait augmenter légèrement pour atteindre 48,1\$/bl en 2017, contre 38,4\$/bl et 44,6\$/bl prévus, respectivement, en mars. De même, les prix internationaux des matières premières alimentaires devraient se situer à des niveaux légèrement plus élevés sur l'horizon. Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro<sup>2</sup> devrait se situer à 0,1% en 2016, sous l'effet notamment d'une transmission plus importante des faibles prix énergétiques à l'inflation globale. Elle devrait ensuite converger graduellement vers sa cible pour s'établir à 1,5% en 2017.

Par ailleurs, la Banque mondiale a maintenu, dans ses prévisions de mai, inchangées les prévisions des cours mondiaux du phosphate brut tandis que ceux du DAP et TSP ont été révisés à la baisse de 21,2% et 18,4%, respectivement, en 2016 et de 19,1% et 16,6% en 2017, reflétant la baisse de la demande émanant notamment du Brésil et de l'Inde.

<sup>2</sup> La BCE prévoit en juin un taux de 0,2% pour 2016 et 1,3% pour 2017 pour l'inflation globale et de 0,9% et 1,2% respectivement pour l'inflation hors énergie.

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

Source: Prévisions GPM de mai 2016 et calculs BAM.

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

Source: Prévisions GPM de mai 2016 et calculs BAM.

## 7.1.4 Poursuite de l'allègement du déficit budgétaire

Au niveau national, l'orientation de la politique budgétaire a connu de légers changements par rapport à l'exercice de mars, avec un creusement du déficit budgétaire à 3,8% du PIB en 2016 au lieu de 3,7%. Outre la révision à la hausse du niveau du PIB nominal, les modifications concernent la hausse des recettes fiscales, principalement de l'IS et de l'enregistrement et timbres, et la légère révision à la hausse des dépenses d'investissement. Celles-ci ont affiché à fin avril 2016 une augmentation importante comparativement à la programmation initiale de la loi de finances. Pour ce qui est des dons en provenance des pays du CCG, une hypothèse de 10 milliards a été retenue au lieu de 13 milliards de dirhams programmés dans la loi des finances 2016, le Trésor ayant encaissé à fin avril 2016 au titre de ces dons un montant de 1,6 milliard.

Pour 2017, le déficit budgétaire a été révisé à la hausse, passant de 3,1% à 3,3% du PIB, mais reste en retrait par rapport à 2016, 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. En raison de la révision limitée de la croissance, les recettes fiscales ont été maintenues inchangées, alors que les dépenses sont principalement marquées par une revue à la hausse des investissements et une légère révision à la baisse des dépenses de biens et services. Du côté des recettes, l'hypothèse de 8 milliards de dirhams de rentrées en dons du CCG a été maintenue.

### **7.1.5 Révision à la baisse de la production céréalière et meilleure performance des autres cultures au titre de la campagne agricole 2015-2016**

La production céréalière au titre de l'année agricole 2015-2016 est estimée par le Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime à 33,5 millions de quintaux au lieu d'une estimation de 38 millions retenue en mars. Il s'agit d'une 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 durant les 30 dernières années, et d'autre part, à leur 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**

---

### **Poursuite de l'allègement du compte courant et de l'amélioration des réserves internationales nettes**

La croissance des exportations de biens a été revue à la baisse de 4,7 points de pourcentage à 1,4% en 2016 et de 1,3 point à 4,6% en 2017, sous l'effet de la révision à la baisse des prévisions des cours internationaux des dérivées de phosphates. Les recettes voyages devraient, en revanche, augmenter de 4,6% en 2016, alors qu'elles étaient prévues en légère baisse en mars, en liaison avec l'amélioration observée à fin avril. En ce qui concerne les importations de biens, leur progression a été révisée à la hausse à 2,5% en 2016, au lieu de 0,2% prévue en mars, suite à l'accroissement important observé à fin avril des acquisitions de biens d'équipements et de consommation. Elles ont été toutefois révisées à la baisse en 2017, étant donné l'important effet de base des importations hors produits énergétiques.

Tenant compte de l'hypothèse relative aux entrées de dons en provenance des pays CCG de 10 milliards de dirhams en 2016 et de 8 milliards en 2017, ainsi que de la poursuite de la hausse des transferts des MRE, le déficit du compte courant devrait poursuivre son atténuation pour se situer à 1,2% du PIB en 2016 et à 0,8% en 2017. Dans ces conditions, les réserves internationales nettes devraient poursuivre leur renforcement à 7 mois et 18 jours d'importations de biens et services en 2016 et à 8 mois et 6 jours en 2017.

Tableau 7.1 : Prévisions des composantes de la balance des paiements

	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Exportations de biens (variation en %)	<b>13,4</b>	<b>4,6</b>	<b>9,2</b>	<b>7,6</b>	<b>1,4</b>	<b>4,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,3</b>
Importations de biens (variation en %)	11,4	0,6	0,9	-6,2	2,5	2,1	0,0	2,3	-1,5
Recettes de voyages (variation en %)	-1,8	-0,4	3,0	-1,2	4,6	2,6	0,1	5,6	1,6
Transferts des MRE (variation en %)	0,6	-1,5	3,7	2,9	4,7	5,4	-0,1	1,3	0,0
<b>Solde du compte courant (en % PIB)</b>	<b>-9,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>
<b>Réserves internationales nettes en mois d'importations de biens et services</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>8,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>

Sources : Données de l'Office des Changes et prévisions BAM.

## Atténuation du resserrement des conditions monétaires en termes réels et poursuite de la progression modérée du crédit bancaire

L'orientation accommodante de la politique monétaire, renforcée par la dernière décision d'abaissement du taux directeur de 25 points de base, s'est traduite par une baisse des taux sur le marché interbancaire et ceux de la dette publique et privée. En particulier, le taux interbancaire s'est inscrit en baisse, revenant à 2,13% en moyenne entre début avril et fin mai. Parallèlement, le dirham s'est déprécié en moyenne vis-à-vis de l'euro au cours des premiers mois de l'année, contre une appréciation initialement prévue, et ce, en liaison avec l'appréciation de l'euro face au dollar.

La poursuite de ces tendances devrait se traduire par une atténuation du resserrement en termes réels des conditions monétaires en 2016 comparativement aux prévisions de mars. En 2017, l'assouplissement des conditions monétaires devrait être plus important que prévu, reflétant notamment une dépréciation plus prononcée du taux de change effectif réel, tirée par une accentuation de la dépréciation du dirham vis-à-vis l'euro, et, dans une moindre mesure, par la révision à la baisse de l'inflation domestique comparativement à celle des principaux partenaires et concurrents.

Reflétant un renforcement des réserves de change, la situation de la liquidité bancaire s'améliore davantage et devrait passer d'un besoin de 16,5 milliards de dirhams en 2015 à un excédent de 7,7 milliards en 2016, au lieu de 14,4 milliards prévus en mars, en liaison avec la révision à la baisse des réserves de change. En 2017, elle devrait poursuivre sa tendance haussière pour s'établir à 20,3 milliards.

En dépit de ces conditions favorables, la progression du crédit bancaire destiné au secteur non financier devrait rester modérée, reflétant essentiellement l'atonie de l'activité économique. Sa prévision a été légèrement révisée à la hausse à 2,7% en 2016, au regard de l'amélioration observée en avril. Elle devrait se redresser en 2017 à 4%, soit un taux inchangé par rapport à mars. Au total, et suite à la révision à la baisse des RIN et des créances nettes sur l'administration centrale, le taux d'accroissement annuel de la masse monétaire devrait revenir à 5,4% en 2016 et à 5,8% en 2017.

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

	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	5,8	1,7	4,4	0,5	2,7	4,0	0,2	0,0
M3 (variation en %)	4,5	3,1	6,2	5,7	5,4	5,8	-1,4	-1,2
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-64,5	-68,4	-40,6	-16,5	7,7	20,3	-6,7	-19,7

Source : BAM.

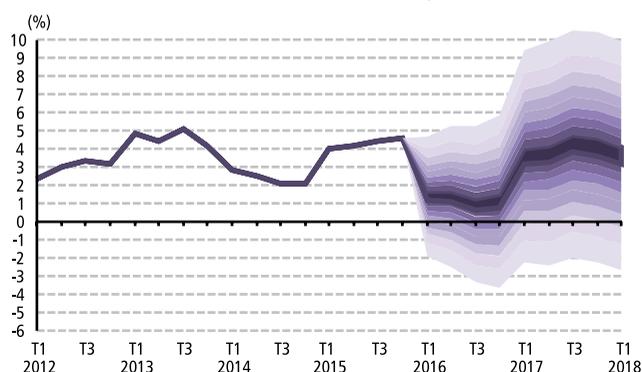
## Ralentissement de la croissance nationale en 2016 et relative reprise en 2017

Après un taux de 4,5% en 2015, la croissance devrait ralentir en 2016 à 1,2%, au lieu de 1% prévu en mars. Cette révision résulte d'une réévaluation de la baisse de la valeur ajoutée agricole de 13,8% à 9%, tandis que la croissance du PIB non agricole devrait rester quasiment inchangée à 2,8%.

Du côté de la demande, la révision de la croissance en 2016 s'explique par une stagnation de la consommation finale des ménages au lieu d'une décélération prévue en mars, résultat, en plus d'un effet de base, d'une amélioration des perspectives à court terme, corroborée par l'augmentation au premier trimestre des importations de voiture de tourisme et des crédits à la consommation. Sur le reste de l'année, elle devrait être supportée par un moindre affaiblissement des revenus agricoles, une meilleure progression des recettes des MRE et une atténuation du resserrement des conditions monétaires en termes réels. Pour sa part, et suite à une performance négative en 2015 au lieu d'une hausse prévue, l'investissement devrait légèrement s'améliorer en 2016 profitant de la révision à la hausse de l'investissement du Trésor, alors que l'investissement privé devrait rester atone comme en témoigne le rythme d'accroissement encore faible des crédits à l'équipement. Pour sa part, la progression de la consommation des administrations publiques a été sensiblement revue à la hausse, reflétant essentiellement une baisse moins importante des dépenses de compensation comparativement à 2015. De son côté, la contribution négative des exportations nettes devrait s'atténuer, reflétant un rythme d'accroissement des importations quasiment inchangé et une révision à la hausse des exportations de biens et services suite à une réalisation plus importante que prévue au premier trimestre des ventes automobiles, des phosphates et des recettes de voyage. En outre, elles devraient bénéficier sur le reste de l'année de l'atténuation de l'appréciation du taux de change effectif réel et d'une demande étrangère légèrement plus importante.

En 2017, la croissance devrait s'établir à 4%, recouvrant une hausse de 10% de la valeur ajoutée agricole au lieu 10,8% prévue en mars, et de 3,2% au lieu de 3,1% pour le PIB non agricole. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages devrait s'accélérer, soutenue par une amélioration des revenus ruraux et des transferts des MRE, ainsi que par un assouplissement plus important des conditions monétaires, qui devrait également stimuler l'investissement. De surcroît, la consommation des administrations publiques devrait progresser au même rythme qu'en 2016, la dissipation de l'effet de la baisse en 2016 des cours du pétrole sur la compensation devant compenser la révision à la baisse des dépenses des biens et services. Par ailleurs, la contribution des exportations nettes à la croissance nationale devrait s'améliorer, bénéficiant de l'amélioration de l'activité dans la zone euro et d'une moindre accélération du rythme d'accroissement des importations de biens et services.

**Graphique 7.7 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2016 - T1 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 (juin/mars)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017
<b>Croissance nationale</b>	<b>3,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>	<b>1,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
VA agricole	-9,1	17,2	-2,2	12,8	-9,0	10,0	4,8	-0,8
PIB non agricole	4,7	2,9	3,2	3,5	2,8	3,2	-0,1	0,1

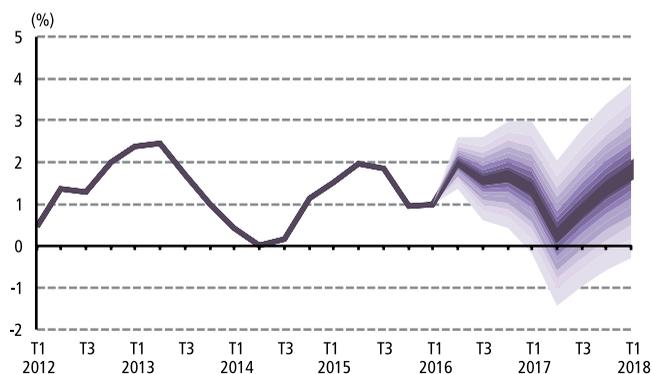
Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Au total, l'activité devrait continuer d'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'amélioration de l'activité dans la zone euro et l'assouplissement des conditions monétaires.

### Révision à la hausse de l'inflation en 2016 suite aux chocs sur les prix des produits à prix volatils

L'inflation devrait s'établir à un niveau modéré de 1,4% en moyenne sur l'horizon de huit trimestres, soit entre le deuxième trimestre 2016 et le premier trimestre 2018. En effet, l'indice des prix à la consommation devrait croître de 1,6% en 2016, en révision à la hausse par rapport au taux de 0,5% communiqué dans le RPM de mars 2016. Cette révision s'explique principalement par l'augmentation observée depuis mars de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils, qui devrait se maintenir au deuxième trimestre de 2016. En 2017, l'inflation devrait ressortir plus modérée à 1% au lieu de 1,4% prévue en mars 2016. Cette révision est liée à la dissipation de l'effet des chocs transitoires des produits à prix volatils et à la hausse moins importante des prix des carburants et lubrifiants.

**Graphique 7.8 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2016 - T1 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.

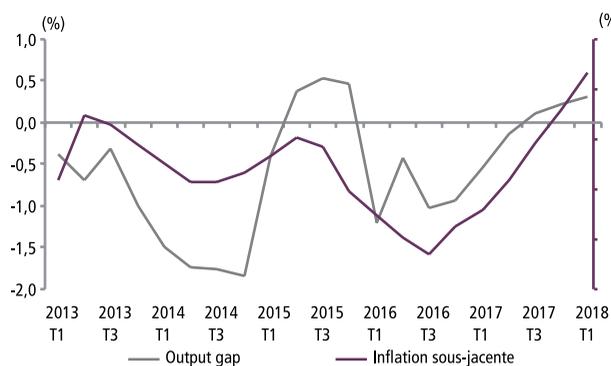
**Tableau 7.4 : Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente**

	Réalisations	Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2015	2016	2017	Horizon de 8 trimestres	2016	2017
<b>Inflation</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,4</b>
Inflation sous-jacente	1,3	0,6	1,3	1,1	-0,1	0,2

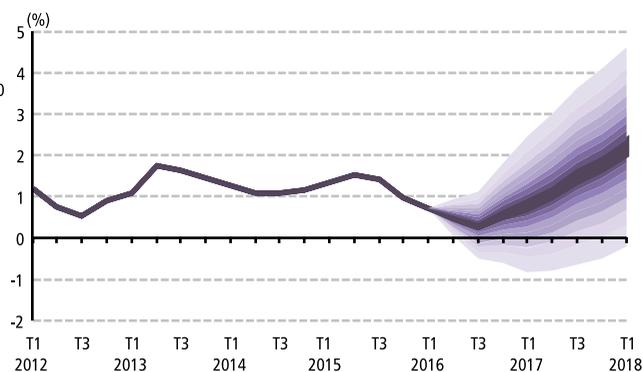
Sources: Données du HCP, calcul et prévisions BAM.

Concernant l'inflation sous-jacente, sa prévision n'a connu qu'une légère révision par rapport à l'exercice de mars. En 2016, elle devrait évoluer à un rythme faible de 0,6% vu la persistance d'un faible niveau de la demande intérieure. En 2017, elle devrait toutefois connaître une légère révision à la hausse à 1,3%, en liaison avec l'amélioration prévue des perspectives économiques, ainsi qu'avec la poursuite de l'assouplissement des conditions monétaires.

**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 (T2 2016 - T1 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 globalement équilibrée pour la croissance et orientée à la hausse pour l'inflation.

Pour ce qui est de la croissance, une reprise plus rapide de l'activité économique mondiale, particulièrement dans la zone euro et en Chine, pourrait améliorer la demande étrangère adressée au Maroc. En outre, une baisse moins importante de la valeur ajoutée agricole devrait dynamiser la demande intérieure, à travers notamment ses effets sur la consommation des ménages.

En revanche, la persistance de la décélération de la croissance des Etats-Unis dans les prochains trimestres devrait engendrer des effets négatifs sur l'économie mondiale et par conséquent sur la demande étrangère adressée au Maroc. Dans le même sens, l'éventualité d'une sortie de l'Angleterre de l'union européenne continue de constituer un élément de risque pouvant impacter négativement la croissance dans la zone euro et par la suite la demande étrangère.

Du côté de l'inflation, une poursuite de l'orientation à la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils, pourrait entraîner des révisions à la hausse de la prévision centrale. En plus, une hausse des salaires dans le cadre du dialogue sociale constitue un risque à la hausse sur l'inflation. En revanche, un renversement de la tendance haussière des cours internationaux du pétrole constitue un risque à la baisse.

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

---

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
DAP	: Phosphate Diammonique
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
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
ISM	: Indice des Salaires Moyens
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidents à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	16
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	16
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	17
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 .....	17
Graphique 1.7	: Evolution du taux de change euro/dollar .....	18
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	: Évolution des exportations du secteur automobile janvier-avril 2016.....	21
Graphique 2.3	: Évolution des importations .....	21
Graphique 2.4	: Evolution des transferts MRE .....	22
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire .....	24
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.....	26
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.....	27
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.....	28
Graphique 3.13	: Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers .....	28
Graphique 3.14	: Evolution du nombre de transactions immobilières.....	28
Graphique 3.15	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	29
Graphique 3.16	: Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2016 .....	29
Graphique 3.17	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	30
Graphique 3.18	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	30
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.....	31
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes publiques .....	33
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	34
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin avril.....	34
Graphique 4.5	: Solde budgétaire et financements.....	35
Graphique 4.6	: Soldes budgétaires à fin avril de 2010 à 2016 et LF 2016.....	36
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	36
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation.....	38
Graphique 5.2	: Contributions des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale	38
Graphique 5.3	: Évolution en glissement annuel du PIB .....	39
Graphique 5.4	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie .....	40

Graphique 5.5	: Contributions des branches d'activité à la croissance	40
Graphique 5.6	: Evolution des créations d'emplois par secteur	41
Graphique 5.7	: Evolution du taux de chômage	41
Graphique 5.8	: Evolution du taux de sous-emploi et du taux de chômage	41
Graphique 5.9	: Evolution de la productivité apparente de travail, de la valeur ajoutée et de l'emploi non agricoles	42
Graphique 5.10	: Evolution de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé	42
Graphique 5.11	: Evolution du SMIG horaire en termes nominaux et réels	42
Graphique 5.12	: Evolution de l'output-gap non agricole	43
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente	44
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	45
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	45
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	45
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	46
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	46
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation des trois prochains mois par les chefs des entreprises	47
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	47
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation anticipée par les experts du secteur financier	47
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import	47
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire	48
Graphique 6.12	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	48
Graphique 6.13	: Evolution des indices des prix à la production des industries manufacturières et des produits de la cokéfaction et raffinage	48
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro	51
Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE	51
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD	52
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires	53
Graphique 7.5	: Prix du pétrole brut	53
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro	53
Graphique 7.7	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2016 - T1 2018)	57
Graphique 7.8	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2016 - T1 2018)	58
Graphique 7.9	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	58
Graphique 7.10	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2016 - T1 2018)	58

## 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	25
Tableau 3.3	: Evolution trimestrielle de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières dans les principales villes	28
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	32
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	34
Tableau 4.3	: Financements des déficits	35
Tableau 4.4	: Perspectives d'endettement du Trésor	36



Tableau 5.1	: Evolution des principaux indicateurs du marché de travail .....	42
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	44
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	46
Tableau 7.1	: Prévisions des composantes de la balance des paiements .....	55
Tableau 7.2	: Prévisions de la croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire.....	56
Tableau 7.3	: Croissance du PIB et de ses composantes .....	57
Tableau 7.4	: Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente .....	58