

# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 38 / 2016



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 38 / 2016

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 22 MARS 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>6</b>
<b>Aperçu général</b>	<b>9</b>
<b>1. Développements internationaux</b>	<b>14</b>
1.1 Activité économique et emploi	14
1.2 Conditions monétaires et financières	15
1.3 Prix des matières premières et inflation	17
<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>24</b>
3.1 Conditions monétaires	24
3.2. Prix des actifs	28
<b>4. Orientation de la politique budgétaire</b>	<b>33</b>
4.1 Recettes ordinaires	33
4.2 Dépenses publiques	34
4.3 Déficit et financement du Trésor	35
<b>5. Demande, offre et marché du travail</b>	<b>39</b>
5.1 Demande intérieure	39
5.2 Demande extérieure	40
5.3 Offre globale	41
5.4 Marché du travail et capacités de production	42
<b>6. Evolution récente de l'inflation</b>	<b>46</b>
6.1 Evolution de l'inflation	46
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	50
6.3 Anticipations de l'inflation	50
6.4 Prix à l'importation et à la production	51
<b>7. Perspectives à moyen terme</b>	<b>53</b>
Synthèse	53
7.1 Hypothèses sous-jacentes	54
7.2 Projections macroéconomiques	57
7.3 Balance des risques	61
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS</b>	<b>63</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	<b>64</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>65</b>
<b>LISTE DES ENCADRÉS</b>	<b>66</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 22 mars 2016

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa première réunion trimestrielle de 2016, le mardi 22 mars. Au cours de cette réunion, il a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions macroéconomiques à l'horizon du quatrième trimestre 2017.
2. Tenant compte de la prévision centrale d'inflation, du faible rythme de la croissance non agricole, de la poursuite de l'atténuation du déficit budgétaire et du renforcement des réserves de change, le Conseil a décidé de réduire le taux directeur de 25 points de base à 2,25% afin de soutenir l'activité économique.
3. Le Conseil a noté la tendance baissière de l'inflation observée ces derniers mois. Après un taux de 1,6% pour l'ensemble de l'année 2015, la variation des prix en glissement annuel est revenue à 0,5% en moyenne durant les deux premiers mois de 2016. Sa prévision pour l'ensemble de l'année 2016 a été revue à la baisse à 0,5%, avec un ralentissement de l'inflation sous-jacente, impactée par la faiblesse de la demande intérieure et de l'inflation dans la zone euro. En 2017, l'inflation devrait augmenter à 1,4%, recouvrant une accélération de sa composante sous-jacente et une hausse des prix des carburants et lubrifiants. Ces prévisions n'intègrent pas la décompensation du sucre annoncée à partir de janvier 2016, mais qui n'est pas encore entrée en vigueur.
4. Sur le plan international, l'activité économique au quatrième trimestre a été plus modérée que prévu dans les économies avancées, avec notamment une croissance de 1,6% dans la zone euro et de 1,9% aux Etats-Unis. Dans les principaux pays émergents, elle a poursuivi son ralentissement, avec notamment une progression de 6,8% en Chine, son niveau le plus bas observé depuis 2009. A moyen terme, la reprise devrait se poursuivre dans les économies avancées, mais à un rythme plus faible que prévu en décembre, et le rééquilibrage de l'économie chinoise ainsi que les difficultés que connaissent d'autres pays émergents, particulièrement le Brésil et la Russie, continueraient de peser sur la croissance mondiale. Dans leurs projections de mars, la BCE a révisé la croissance dans la zone euro de 1,7% à 1,4% pour 2016 et de 1,9% à 1,7% pour 2017 et la Réserve Fédérale, table pour les Etats-Unis sur des taux de 2,2% au lieu de 2,4% et de 2,1% au lieu de 2,2% respectivement. Sur le marché du travail, le chômage continue de reculer dans la zone euro tout en restant à un niveau élevé, s'établissant à 10,3% en janvier, tandis qu'aux Etats-Unis, ce taux s'est stabilisé d'un mois à l'autre à 4,9% en février, avec une forte création d'emplois.
5. Sur les marchés des matières premières, les cours des produits de base demeurent à des niveaux relativement bas. Pour le Brent en particulier, et quoiqu'en hausse mensuelle de 5,4% en février, les prix ressortent en baisse de 42% en glissement annuel à 33,8 dollars le baril en moyenne.

6. Dans ces conditions, la zone euro continue de subir des pressions désinflationnistes, avec une baisse en glissement annuel des prix à la consommation de 0,2% en février après des hausses de 0,3% en janvier et de 0% en moyenne en 2015. La BCE a ainsi révisé en mars sa prévision d'inflation, la ramenant de 1% à 0,1% pour 2016 et de 1,6% à 1,3% pour 2017. Pour contrer les risques pesant sur son objectif d'inflation, elle a décidé, lors de sa réunion du 10 mars, d'une panoplie de mesures comprenant une réduction de ses principaux taux, un renforcement de son programme d'achat d'actifs et l'annonce de la mise en place de quatre opérations de refinancement à long terme. En revanche, la FED a maintenu, lors de sa réunion les 15 et 16 mars, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux entre 0,25% et 0,5%, en rappelant que les ajustements futurs de cette fourchette dépendront de l'évolution des conditions économiques relatives à ses objectifs de plein emploi et de stabilité des prix, y compris les développements financiers et internationaux. Suite à ces décisions, les rendements des principaux titres souverains se sont inscrits en baisse et les principaux marchés boursiers ont enregistré des gains avec une atténuation de leur volatilité. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel est passé de 0,7% en décembre à 0,8% en janvier dans la zone euro et a légèrement décéléré de 7,5% à 7,4% en février aux Etats-Unis.
7. Au niveau national, les dernières données disponibles des comptes nationaux sont celles publiées par le HCP pour le troisième trimestre et font état d'une accélération de la croissance en glissement annuel de 4,2% en moyenne au premier semestre à 4,6%. Sur l'ensemble de l'année 2015, le PIB aurait augmenté, selon les prévisions de BAM, de 4,2%, traduisant une hausse de 14,6% de la valeur ajoutée agricole sous l'effet d'une production céréalière record, alors que la progression du PIB non agricole serait restée limitée à 3%. En termes de perspectives, BAM a revu sa prévision de la croissance pour 2016 à la baisse à 1% suite essentiellement à l'ajustement, sur la base des données climatiques et de la situation de la végétation à fin février, de l'hypothèse relative à la production céréalière de 70 millions à 38 millions de quintaux. La valeur ajoutée agricole devrait ainsi se contracter de 13,8% et le PIB non agricole continuerait à évoluer à un rythme limité de 2,9%. En 2017, sous l'hypothèse d'une année agricole moyenne, la croissance s'accélérait à 3,9%, avec des hausses de 10,8% de la valeur ajoutée agricole et de 3,1% du PIB non agricole.
8. Dans ce contexte, la situation sur le marché du travail a été caractérisée en 2015, selon les données du HCP, par une création d'emplois limitée à 33 mille emplois, recouvrant une diminution de 32 mille emplois dans l'agriculture malgré une production céréalière record, et des hausses de 32 mille emplois dans les services, de 18 mille emplois dans le BTP et de 15 mille emplois dans l'industrie y compris l'artisanat. Le taux de chômage ressort ainsi en léger recul de 0,2 point à 9,7%, avec toutefois un repli de 0,6 point du taux d'activité à 47,4%.
9. Au plan des comptes extérieurs, l'année 2015 a été marquée par une atténuation sensible du déficit du compte courant qui se serait établi à 2,3% du PIB, résultat principalement d'un recul de 18,6% du solde déficitaire de la balance commerciale avec en particulier un fléchissement de 28,1% de la facture énergétique. Les transferts des MRE ont maintenu leur rythme de progression avec une nouvelle hausse de 3%, tandis que les recettes de voyages ont accusé une légère baisse de 1,3%. Les données provisoires à fin février 2016 indiquent une hausse de 10,1% du déficit commercial. En dépit de la poursuite de la baisse de la facture énergétique, les importations ont augmenté de 4,3%, traduisant une importante progression des acquisitions de biens d'équipement et de produits finis de consommation. En parallèle, les exportations ont vu leur rythme revenir à 1,2%, l'effet de la

hausse de 20,3% des expéditions de la construction automobile ayant été atténué en partie par le repli de 8,3% des ventes de phosphates et dérivés. Les recettes de voyages ont marqué une hausse de 1,1% tandis que les transferts des MRE se sont stabilisés au même niveau qu'une année auparavant. Tenant compte de ces évolutions, et sous l'hypothèse d'un cours moyen du pétrole de 38,4 dollars le baril en 2016 et de 44,6 dollars en 2017, et d'entrées en dons du CCG de 13 milliards et 8 milliards de dirhams respectivement, le déficit du compte courant devrait s'atténuer davantage pour se situer à 0,1% du PIB en 2016 et à 0,3% du PIB en 2017. Ces améliorations conjuguées à la poursuite d'importants afflux d'IDE, permettraient de renforcer davantage les réserves de change. Après 6 mois et 24 jours en 2015, elles devraient assurer la couverture de 7 mois et 21 jours d'importations de biens et services à fin 2016 et 8 mois et 15 jours à fin 2017.

10. Le renforcement des réserves de change s'est reflété au niveau de la situation de la liquidité bancaire qui, après une forte amélioration en 2015, devrait devenir excédentaire à partir du deuxième trimestre de 2016. En parallèle, les taux débiteurs ont accusé au quatrième trimestre une nouvelle baisse de 18 points à 5,49% en moyenne, avec notamment des diminutions des taux assortissant les prêts aux entreprises de 17 points de base pour les facilités de trésorerie et de 59 points pour les crédits à l'équipement. Malgré ces conditions accommodantes, le crédit bancaire au secteur non financier a continué de décélérer dans un contexte de faible niveau des activités non agricoles. Sa progression est revenue à 0,4% en 2015, recouvrant un repli de 2,2% des prêts aux entreprises et une hausse de ceux destinés aux ménages à 3,7%. En termes de perspectives, tenant compte de l'ensemble de ces éléments et des anticipations du secteur bancaire, son rythme devrait se situer autour de 2,5% en 2016 et de 4% en 2017. Pour ce qui est du taux change effectif du dirham, il a enregistré au cours du quatrième trimestre 2015 une appréciation trimestrielle de 0,83% en termes nominaux et de 0,67% en termes réels.

11. Au plan des finances publiques, l'exécution budgétaire de 2015 s'est soldée par un déficit de 42,7 milliards de dirhams, quasiment en ligne avec l'objectif de la Loi de Finances. La baisse des dons du CCG ayant été compensée par un repli conséquent de la charge de compensation qui est revenue à 14 milliards au lieu de 22,9 milliards prévus. Les émissions en matière d'investissement se sont établies à 58,5 milliards, en hausse de 7,8% d'une année à l'autre et de 18,9% par rapport à la programmation de la Loi de Finances. Les données du mois de janvier 2016 font ressortir un excédent budgétaire ; l'alourdissement des dépenses globales a été compensé par une légère augmentation des recettes ordinaires et une nette amélioration du solde positif des comptes spéciaux du Trésor. En termes de perspectives, le processus d'ajustement budgétaire, conforté par les niveaux bas des prix du pétrole et les recettes prévues en dons des partenaires du CCG, devrait se poursuivre à moyen terme malgré le faible rythme des activités non agricoles. Le déficit budgétaire devrait ainsi avoisiner 3,7% du PIB en 2016 et 3,1% du PIB en 2017.

12. Par ailleurs, le Conseil a analysé et approuvé, après avis du Comité d'audit, les comptes de la Banque et le rapport de gestion, ainsi que l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2015.

13. Le Conseil a enfin passé en revue et approuvé le programme numismatique de l'exercice 2016.

## APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du quatrième trimestre de 2015, la croissance est restée modérée dans la plupart des économies avancées et a poursuivi son ralentissement dans les principaux pays émergents. Le rythme d'accroissement du PIB est ainsi revenu de 2,2% au troisième trimestre à 1,9% aux Etats-Unis et de 2,1% à 1,9% au Royaume-Uni et, s'est stabilisée à 1,6% dans la zone euro. Sur le marché de l'emploi, la situation continue de s'améliorer dans la zone euro, le taux de chômage ayant diminué en janvier à 10,3%, et s'est stabilisé aux Etats-Unis à 4,9% en février, avec une forte création d'emplois. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance a reculé en Inde de 7,5% à 7,1% et a enregistré en Chine son plus bas niveau depuis 2009, s'établissant à 6,8%, tandis qu'au Brésil, la récession se poursuit avec une contraction du PIB de 5,9% après celle de 4,5%.

Sur les marchés financiers, les principaux indices boursiers des économies avancées ont poursuivi leur recul entre janvier et février, avec une accentuation de la volatilité sur les marchés européens. Le Dow Jones a accusé une baisse de 0,4%, l'EUROSTOXX50 de 5,9% et le NIKKEI 225 de 6,2%. Au niveau des économies émergentes, en revanche, le MSCI EM a connu une légère hausse de 0,8%, reflétant notamment un accroissement de 5,4% de l'indice de la Turquie, alors que celui de la Chine s'est replié de 4,1%. Sur les marchés obligataires, les taux ont connu des évolutions divergentes d'un pays à l'autre. Le taux de rendement des bons à 10 ans a baissé de 30 points de base pour les Etats-Unis, l'Allemagne et la France, et s'est stabilisé pour l'Inde et la Chine. Au niveau des marchés de change, l'euro s'est apprécié de 2,2% vis-à-vis du dollar pour s'établir à 1,11 dollar en moyenne en février, en relation avec l'anticipation d'un report du resserrement prévu de la FED. Pour ce qui est des monnaies des principaux pays émergents, le yuan chinois et la lire turque se sont appréciés par rapport au dollar, tandis que la roupie indienne s'est dépréciée, et le réal brésilien est demeuré inchangé à 4 réaux pour un dollar. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a connu une décélération en février à 7,4% au lieu de 7,5% en janvier aux Etats-Unis, alors qu'il s'est légèrement amélioré à 0,8% en janvier après 0,7% un mois auparavant dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, les prix continuent d'être globalement orientés à la baisse en février. Le cours moyen du Brent s'est situé à 33,8 dollars le baril en moyenne, en fort recul de 42% en glissement annuel, mais en légère hausse de 5,4% d'un mois à l'autre. En ce qui concerne les produits hors énergie, l'indice des métaux de base a chuté de 22% par rapport au même mois de l'année précédente et celui des produits agricoles a diminué de 10,2%. Pour le blé dur en particulier, les prix restent en recul de 26,8% par rapport à leur niveau de février 2015, avec une stabilisation, d'un mois à l'autre, à 176,9 \$ la tonne. Concernant le phosphate, les cours sont demeurés inchangés en glissement annuel pour le brut à 115 \$ la tonne, et se sont repliés pour les dérivés, avec des baisses de 26,8% pour le DAP à 355 \$ la tonne et de 17,8% pour le TSP à 329 \$ la tonne.

Dans ces conditions, l'inflation est demeurée à des niveaux faibles dans la majorité des pays avancés. Selon une première estimation d'Eurostat pour le mois de février, l'indice des prix aurait baissé de 0,2% dans la zone euro après une hausse de 0,3% un mois auparavant, tandis qu'aux Etats-Unis, le taux d'inflation a connu une décélération de 1,4% à 1%. Pour contrer les risques entourant son objectif d'inflation, la BCE a pris lors de sa réunion de mars une panoplie de mesures. Elle a notamment abaissé son taux directeur de 0,05 à 0% et le taux de la facilité de dépôts de -0,30 à -0,40% et a augmenté le volume de son programme d'achat d'actifs de 60 à

80 milliards en l'élargissant à certaines obligations émises par les sociétés non bancaires. De même, elle a décidé de mettre en place quatre opérations de refinancement à long terme ciblées. En revanche, la FED a maintenu, lors de sa réunion les 15 et 16 mars, la fourchette cible des taux des fonds fédéraux entre 0,25% et 0,5%. Elle a rappelé que le calendrier et l'ampleur des ajustements futurs de cette fourchette dépendront des réalisations et des prévisions des conditions économiques relatives à ses objectifs de plein emploi et de stabilité des prix, y compris les développements financiers et internationaux.

Au niveau national, après une hausse de 6,6% en 2015, les données du mois de janvier indiquent une progression des exportations de 3,2%, tirées essentiellement par les expéditions de phosphates et dérivés qui ont progressé de 37,1%. Pour leur part, après avoir terminé l'année 2015 sur une baisse de 5,6%, les importations ont enregistré un repli de 6%, recouvrant principalement un fléchissement de 21,6% de la facture énergétique et une hausse de 12,2% des achats de produits alimentaires. Au total, après une baisse de 18,6% en 2015, le déficit commercial s'est atténué de 22,9% et le taux de couverture au titre des biens a atteint 71,2%, en amélioration de 6,3 points de pourcentage. Pour ce qui est des autres principales rubriques du compte courant, les transferts des MRE, après avoir augmenté de 3% en 2015, ressortent en légère baisse de 0,9%, alors que les recettes de voyages ont poursuivi leur tendance baissière affichant un recul de 4,8%, après avoir terminé l'année 2015 sur une baisse de 1,3%. Dans ces conditions, et en dépit d'une baisse de 18,9% des flux nets au titre des IDE après une hausse de 2,7% en 2015, les réserves de change se sont renforcées de 25% à 229,5 milliards à fin janvier, soit l'équivalent de 6 mois et 29 jours d'importations de biens et services.

Le renforcement des réserves s'est traduit par une importante amélioration de la liquidité bancaire, le besoin des banques étant revenu de 33,2 milliards de dirhams au troisième trimestre à 21 milliards en moyenne au cours du quatrième trimestre. La Banque a ainsi réduit le volume de ses injections à 23 milliards de dirhams, permettant ainsi de maintenir le taux interbancaire aligné sur le taux directeur. Pour ce qui est des autres taux d'intérêt, ceux assortissant les émissions des Bons du Trésor et les titres privés n'ont pas connu globalement de variations significatives, alors que les taux appliqués aux crédits bancaires ont accusé une nouvelle diminution de 18 points de base au quatrième trimestre 2015, reflétant essentiellement le recul du taux des prêts aux entreprises de 5,60% à 5,42%, avec des baisses de 17 points de base pour les crédits aux trésoreries et 59 points pour les crédits à l'équipement. Outre la détente des taux débiteurs, les conditions monétaires au cours du quatrième trimestre ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel de 0,67% et la faiblesse du crédit bancaire. En effet, après une progression de 0,6% en glissement annuel au troisième trimestre, l'encours du crédit au secteur non financier s'est quasiment stabilisé au cours du quatrième trimestre, sous l'effet de l'accroissement de la baisse des prêts aux entreprises, alors que les crédits aux particuliers, quoiqu'en décélération, ont maintenu un rythme de 5%. La modération de la progression du crédit bancaire et la décélération des créances sur l'administration centrale ont compensé l'effet sur l'agrégat M3 du renforcement des réserves de change, dont la progression s'est stabilisée à 5,7% au cours des deux derniers trimestres.

Au plan des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre de 2015 s'est soldée par un déficit en ligne avec la loi de finances et l'orientation à la consolidation budgétaire depuis 2013. Il ressort en allègement de 2,9 milliards à 42,7 milliards de dirhams, contre 42 milliards programmés initialement, soit l'équivalent de 4,4% du PIB. Les données récentes relatives au mois de janvier indiquent un allègement de 1% des dépenses, sous l'effet de la

baisse des charges relatives aux subventions et aux intérêts. En parallèle, les recettes ont progressé de 1,3%, traduisant une hausse des recettes fiscales et ce, en dépit du repli des recettes au titre de l'IS et de la TVA. Au total, le solde budgétaire ressort excédentaire de 66 millions contre 139 millions en janvier 2015. Tenant compte du règlement d'arriérés de paiement pour un montant de 1,3 milliard, le déficit de caisse s'est établi à 1,2 milliard et a été couvert, ainsi que le désengagement intérieur de 2 milliards par des tirages extérieurs d'un montant net de 3,3 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, la progression en glissement annuel du PIB s'est accélérée de 4,3% au deuxième trimestre à 4,6% au troisième, sous l'effet d'une expansion de la valeur ajoutée agricole de 15,9% contre 14,9% et d'une croissance non agricole de 3,2% au lieu de 3%. Du côté de la demande, l'accélération de la croissance reflète un accroissement de la consommation finale des ménages de 3,3% et une hausse de 1,4 à 1,8 point de pourcentage de la contribution des exportations nettes. En revanche, le rythme de progression de l'investissement est revenu de 5,2% à 3,8% et la baisse de la consommation des administrations publiques s'est accentuée à 2,1%. Sur le marché du travail, les créations d'emplois se sont limitées à 29 mille postes au quatrième trimestre, résultat des augmentations de 29 mille postes dans le BTP, de 23 mille dans les services et de 16 mille dans l'industrie, alors que 39 mille postes ont été perdus dans le secteur agricole. En outre, le taux d'activité a poursuivi sa tendance baissière avec une nouvelle diminution de 0,9 points de pourcentage à 46,9%. Dans ces conditions, le taux de chômage a reculé, d'une année à l'autre, de 9,7% à 9,2%. Pour l'ensemble de l'année 2015, malgré une création d'emplois limitée à 33.000 postes, le taux de chômage ressort en baisse de 0,2 point de pourcentage à 9,7%, sous l'effet d'une baisse du taux d'activité de 0,6 point de pourcentage à 47,4%.

Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers se sont inscrits en légère hausse trimestrielle de 0,5% au quatrième trimestre après les baisses enregistrées les deux derniers trimestres, alors que les ventes ont progressé de 9,8% après la diminution de 8,6% un trimestre auparavant. Au niveau de la bourse de Casablanca, après une contre-performance de 7,2% en 2015, le MASI n'a pas connu de variations importantes sur les deux premiers mois de 2016, alors que les transactions sont restées faibles avec un volume mensuel moyen de 1,8 milliard de dirhams contre 4,3 milliards en moyenne sur l'ensemble de l'année 2015.

Dans ce contexte, après un taux de 1,6% sur l'ensemble de l'année 2015 et 1% au quatrième trimestre de la même année, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, est revenue à 0,3% en janvier 2016. Cette évolution s'explique aussi bien par la baisse de 3,1% des prix des produits alimentaires à prix volatils, après une hausse de 4,3% au quatrième trimestre, que par le recul de 1% à 0,8% de l'inflation sous-jacente. Le repli de l'inflation a été atténué par une baisse moins marquée des prix des carburants et lubrifiants de 3,8% après celle de 19,3%. En ce qui concerne les produits réglementés, leurs prix se sont accrus de 1,1% en janvier, soit quasiment le même rythme que celui enregistré au cours du dernier trimestre de 2015.

En termes de perspectives, la reprise dans les pays avancés devrait se poursuivre, mais avec un rythme plus lent que prévu en décembre et dans les principaux pays émergents, le ralentissement et le rééquilibrage de l'économie chinoise, ainsi que les difficultés que connaissent le Brésil et la Russie devraient continuer à peser sur la conjoncture internationale. Dans ses perspectives de janvier, le FMI a revu à la baisse la croissance mondiale à 3,4% en 2016 et à 3,6% en 2017. En particulier, dans la zone euro, et en dépit de l'assouplissement important des conditions

monétaires, le rythme de la croissance a été maintenu à 1,7% en 2016 et en 2017, en relation avec les effets négatifs de la décélération de la croissance mondiale sur les exportations des principaux pays de la zone. Aux Etats-Unis, la croissance a été revue à la baisse, en liaison avec les incertitudes qui continuent à peser sur les marchés financiers et la baisse de l'investissement. Elle devrait avoisiner 2,8% en 2016 et en 2017 au lieu de 2,6% en 2015.

Sur le marché du travail, les projections du FMI du mois d'octobre indiquent la poursuite de l'amélioration de la situation aux Etats-Unis, avec un taux de chômage de 4,9% en 2016 après 5,3% en 2015. Dans la zone euro, le chômage devrait continuer à baisser tout en restant à des niveaux élevés, s'établissant à 10,5% en 2016 après 11% en 2015. Pour les principaux partenaires du Maroc, ce taux est prévu à 9,9% en France et à 19,9% en Espagne.

Sur les marchés des matières premières, les prix devraient continuer à évoluer à moyen terme à des niveaux bas. En particulier, pour le pétrole, les prix ont été revus à la baisse en 2016 mais devraient connaître un redressement en 2017. La révision à la baisse s'explique par la décélération de la croissance mondiale et le maintien de la production des pays membres de l'OPEP. Dans ce contexte, la progression des prix devrait rester modérée dans les pays avancés, avant d'accélérer en 2017. Les prévisions du FMI de janvier prévoient pour 2016 un taux d'inflation de 1% dans la zone euro et de 1,1% aux Etats-Unis.

Dans ces conditions et, sous l'hypothèse<sup>1</sup> d'un prix du pétrole de 38,4 dollars le baril en 2016 et de 44,6 dollars en 2017, ainsi que d'entrées de dons des partenaires du CCG de 13 milliards de dirhams en 2016 et de 8 milliards en 2017, le déficit du compte courant devrait s'établir à 0,1% du PIB en 2016 et à 0,3% du PIB en 2017. Les exportations nationales devraient continuer à progresser mais à un rythme plus lent qu'en 2015. En parallèle, les importations devraient se stabiliser en 2016 à leur niveau de 2015 et progresser de 3,6% en 2017, sous l'effet de la hausse des prix des produits énergétiques et de l'amélioration prévue de la demande intérieure. Tenant compte de ces évolutions, et sous l'hypothèse d'une poursuite de l'afflux des IDE, les réserves de change devraient continuer à se renforcer pour assurer la couverture de 7 mois et 21 jours d'importations de biens et services en 2016 et 8 mois et 15 jours en 2017.

Cette amélioration devrait se refléter au niveau de la situation de la liquidité bancaire qui deviendrait excédentaire à partir du deuxième trimestre de 2016. En dépit de ces améliorations et de la poursuite de la baisse des taux débiteurs, la progression du crédit bancaire devrait enregistrer un rythme limité de 2,5% en 2016 avant de s'accélérer à 4% en 2017. Sur le plan des finances publiques, le processus de consolidation budgétaire, favorisé par les niveaux bas des prix du pétrole, devrait se poursuivre à moyen terme; le déficit budgétaire devant avoisiner 3,7% en 2016 et 3,1% en 2017.

Dans ce contexte, la croissance nationale enregistrerait une décélération plus forte que prévue en décembre 2015. En effet, sa prévision a été revue à la baisse à 1%, en relation principalement avec la contraction de la valeur ajoutée agricole estimée à 13,8%, sous l'hypothèse d'une production céréalière de 38 millions de quintaux. La progression du PIB non agricole devrait rester atone à 2,9%, sous l'effet notamment d'une décélération de la consommation des ménages à 1,8%, impactée entre autres par l'affaiblissement des revenus ruraux. En 2017, et sous l'hypothèse d'une campagne agricole normale, la croissance nationale devrait s'améliorer à 3,9%, avec une hausse de 10,8% de la valeur ajoutée agricole et une légère accélération de sa composante non agricole à 3,1%, soutenue par le raffermissement des revenus ruraux et l'assouplissement des conditions monétaires.

<sup>1</sup>Prévisions du réseau de GPM datant du mois de février 2016. Le GPM « Global Projection Model » est un modèle de l'économie mondiale développé par le FMI et le Centre pour la Recherche économique et ses applications, au profit d'un réseau de banques centrales et d'institutions internationales.

Dans ces conditions, la prévision d'inflation pour 2016 a été révisée à la baisse à 0,5%, avec en particulier une décélération de l'inflation sous-jacente à 0,7%, impactée par le ralentissement de la demande intérieure et la faiblesse de l'inflation importée. En 2017, l'inflation devrait s'établir à 1,4%, sous l'effet d'une accélération aussi bien de l'inflation sous-jacente à 1,1%, que de la hausse des prix des carburants et lubrifiants, en liaison avec l'augmentation des prix sur le marché international. Il est à noter que la décompensation du sucre annoncée à partir du premier janvier 2016 n'est pas entrée en vigueur et n'a pas été prise en compte dans ces projections.

Ces prévisions sont entourées de plusieurs risques avec une balance globalement orientée à la baisse aussi bien pour l'inflation que pour la croissance. En ce qui concerne la croissance, une reprise moins rapide que prévu de la croissance des principaux pays partenaires peut impacter négativement la demande étrangère adressée au Maroc. De même, une normalisation de la politique monétaire de la FED plus tôt que supposé dans le scénario de base, se traduirait par l'appréciation de la monnaie nationale par rapport à l'euro et une moindre performance des exportations nationales. Inversement, une baisse moins importante de la récolte céréalière serait de nature à accélérer la croissance nationale.

Du côté de l'inflation, les incertitudes concernent l'évolution des prix du pétrole et du blé sur le marché international. Une baisse plus importante que prévu entraînerait un niveau d'inflation plus bas. Les risques pour la prévision de l'inflation peuvent provenir également d'une éventuelle hausse des salaires dans le cadre du dialogue social. Ce risque concerne également la prévision du déficit budgétaire qui s'aggraverait en cas de hausse plus importante des dépenses du Trésor.

# 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les dernières données de la conjoncture internationale indiquent la poursuite du ralentissement de l'activité économique mondiale. En effet, dans les principaux pays avancés, les comptes nationaux du quatrième trimestre font ressortir globalement une décélération de la croissance, en particulier aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon et une stabilisation dans la zone euro. Le ralentissement de la croissance s'est également poursuivi au niveau des pays émergents et en développement. Sur le marché du travail, le taux de chômage a stagné en février aux Etats-Unis mais avec une forte création d'emplois et a enregistré un léger recul dans la zone euro, où il reste encore élevé. Quant aux marchés financiers, ils se sont caractérisés en février par la poursuite du repli des principaux indices boursiers des pays avancés et de quelques marchés émergents ainsi que par des évolutions divergentes des taux de rendement obligataires souverains. En outre, la BCE a décidé le 10 mars de mettre en place un ensemble de mesures, dont principalement un abaissement de son taux directeur à 0% et un élargissement de son programme d'assouplissement quantitatif, afin de renforcer la dynamique de la reprise de l'activité économique et d'accélérer le retour de l'inflation vers un taux proche de 2%. Enfin, sur les marchés des matières premières, les prix des produits aussi bien énergétiques qu'hors énergie ont continué d'enregistrer des baisses en février. Dans ces conditions, le taux d'inflation a connu une décélération aux Etats-Unis, alors que des pressions déflationnistes pèsent toujours sur la zone euro. L'ensemble de ces éléments laisse indiquer la poursuite d'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

## 1.1 Activité économique et emploi

### 1.1.1 Activité économique

Au cours du quatrième trimestre 2015, la croissance a connu une décélération en particulier aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, s'est stabilisée dans la zone euro, et a poursuivi son ralentissement dans les principaux pays émergents.

Dans la zone euro, la croissance est demeurée inchangée à 1,6% en glissement annuel. Dans les principaux pays partenaires, la croissance a décéléré en Allemagne de 1,7% à 1,4%, alors qu'elle s'est améliorée de 1,1% à 1,4% en France, de 0,8% à 1% en Italie et de 3,4% à 3,5% en Espagne.

Aux Etats-Unis, la croissance a reculé pour s'établir à 1,9% en glissement annuel après 2,2% le trimestre précédent, sous l'effet de la baisse des exportations et de l'investissement non résidentiel. De même, au Japon, l'activité économique a nettement ralenti, la croissance étant revenue de 1,7% à 0,8% sous l'effet principalement de l'affaiblissement de la consommation des ménages et des exportations, affectées par l'appréciation du yen. Au Royaume-Uni,

la croissance a également enregistré un recul à 1,9% en glissement annuel après 2,1% un trimestre auparavant.

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

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

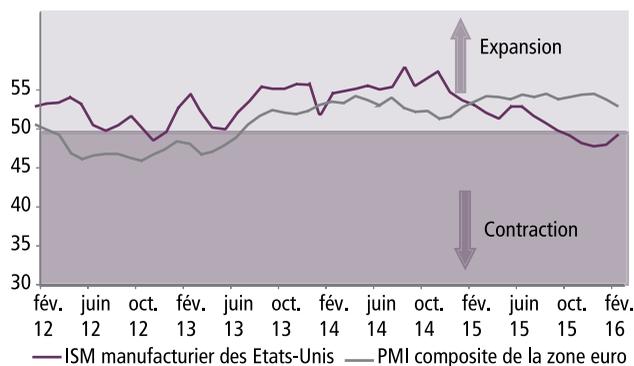
Source : Datastream.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance a ralenti de 6,9% à 6,8% en Chine, soit son niveau le

plus bas depuis 2009 et ce, en liaison avec la baisse des exportations et le ralentissement de la production dans le secteur industriel. En Inde, la croissance reculé à 7,1% après 7,5% le trimestre précédent. Au Brésil, le PIB s'est contracté pour le 7ème mois consécutif, avec un taux annuel de -5,9% après -4,5% un trimestre auparavant. En Russie, les chiffres du troisième trimestre font ressortir une légère atténuation de la contraction du PIB de 3,7% après 3,8% le trimestre précédent.

Les données les plus récentes indiquent que l'indice PMI composite de la zone euro s'est replié de 53,6 en janvier à 52,7 points en février, soit son plus bas niveau observé depuis 13 mois. L'indice ISM manufacturier des Etats-Unis est resté en février 2015 en dessous du seuil de 50 points, avec une hausse de 48,2 à 49,5 points, reflétant ainsi une moindre contraction de l'activité.

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



Source : Datastream.

### 1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, les données de février montrent une stabilité du taux de chômage à 4,9% et des créations d'emplois en hausse à 242.000 contre 172.000 le mois précédent. En janvier, le taux de chômage dans la zone euro a légèrement baissé à 10,3% après 10,4% en décembre, soit son plus bas niveau enregistré depuis août 2011. Il a diminué de 4,4% à 4,3% en Allemagne, de 20,7% à 20,5% en Espagne et de 11,6% à 11,5% en Italie. En revanche, il a augmenté de 10,1% à 10,2%

en France. Au Royaume-Uni, les chiffres arrêtés à fin novembre 2015 font ressortir une stabilité du taux de chômage à 5,1%.

**Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage**

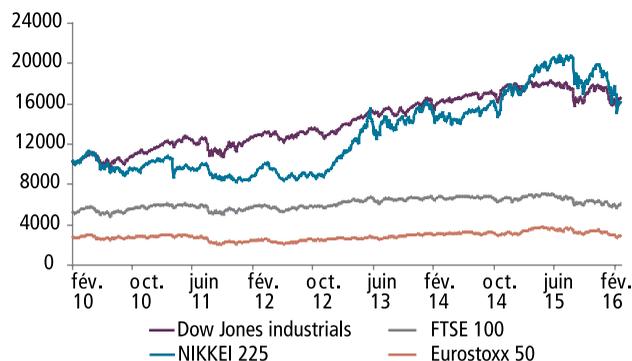
	2014	2015	déc. 2015	janv. 2016	fév. 2016
<b>Etats-Unis</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>
<b>Zone euro</b>	<b>11,6</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	<b>10,3</b>	<b>N.D</b>
France	10,3	10,4	10,1	10,2	N.D
Italie	12,7	N.D	11,6	11,5	N.D
Allemagne	5,0	4,6	4,4	4,3	N.D
Espagne	24,5	22,1	20,7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

Source : Eurostat.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

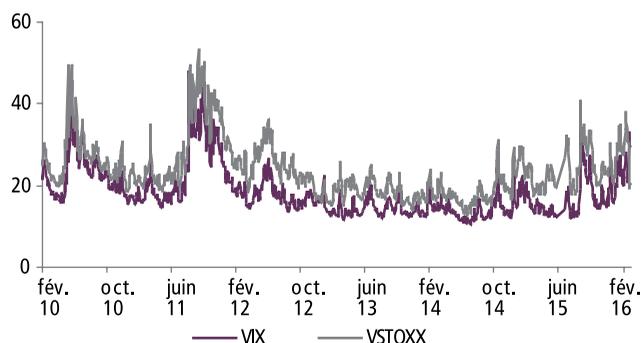
Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont poursuivi leur baisse. Entre janvier et février, l'EUROSTOXX50 a accusé un recul de 5,9%, le Dow Jones de 0,4%, le NIKKEI 225 de 6,2% et le FTSE 100 de 0,9%. En termes de volatilité, le VSTOXX est passé de 29,3 à 31,7 points de base, tandis que le VIX est revenu de 23,6 à 22,7 points de base. En revanche, au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a légèrement augmenté de 0,8%, recouvrant principalement une hausse de 5,4% de l'indice de la Turquie et une diminution de 4,1% de celui de la Chine et de 5,1% de celui de l'Inde.

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



Source : Datastream.

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

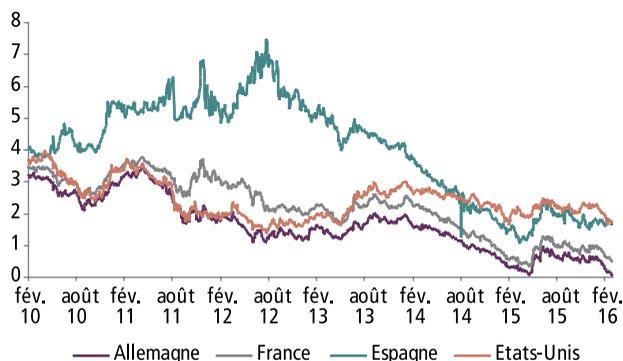


Source : Datastream.

Concernant les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans a enregistré entre janvier et février des évolutions divergentes selon les pays. Ainsi, il a diminué de 0,5% à 0,2% pour l'Allemagne, de 0,9% à 0,6% pour la France, tandis qu'il est resté stable à 1,7% et 1,6% respectivement pour l'Espagne et l'Italie. Par contre, ce taux a augmenté de 9,1% à 10,5% pour la Grèce et de 2,7% à 3,2% pour le Portugal. Pour sa part, le taux des bons du Trésor américain de même maturité s'est établi à 1,8% en février au lieu de 2,1% le mois précédent.

S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement à 10 ans s'est stabilisé à 2,9% pour la Chine et à 7,8% pour l'Inde, tandis qu'il est revenu de 16,3% à 15,6% pour le Brésil et de 10,8% à 10,5% pour la Turquie.

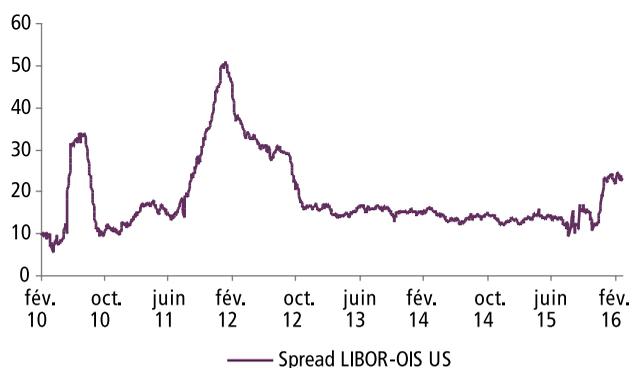
**Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans**



Source : Datastream.

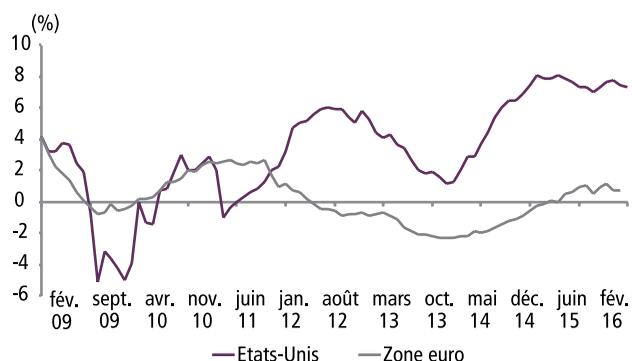
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est établi à -0,18% en février contre -0,15% un mois auparavant, tandis que le Libor de même maturité a stagné à 0,62%. Le spread Libor-OIS dollar, quant à lui, est passé de 23,3 à 23,4 points de base. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré un ralentissement en février à 7,4% au lieu de 7,5% en janvier aux Etats-Unis, et s'est légèrement amélioré à 0,8% en janvier après 0,7% un mois auparavant dans la zone euro.

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



Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié de 2,2% par rapport au dollar pour s'établir à 1,11 dollar et de 2,9% vis-à-vis de la livre sterling. Par contre, il s'est déprécié de 0,9% contre le yen japonais. Pour ce qui est de l'évolution des monnaies des principaux

pays émergents par rapport au dollar, le yuan chinois s'est apprécié de 0,3% et la lire turque de 2,1%, tandis que le real brésilien est resté inchangé à 4 real pour un dollar. De son côté, la roupie indienne s'est dépréciée de 1,3%.

**Graphique 1.7 : Evolution du taux de change euro/dollar**



Source : Datastream

Dans ce contexte, à l'exception de la BCE qui a réduit son taux directeur, les autres banques centrales des principaux pays avancés et marchés émergents ont maintenu inchangé leurs taux. En effet, la BCE a pris lors de sa réunion de mars une panoplie de mesures pour contrer les risques entourant son objectif d'inflation. Elle a notamment abaissé son taux directeur de 0,05 à 0% et le taux de la facilité de dépôts de -0,30 à -0,40% et a augmenté le volume de son programme d'achat d'actifs de 60 à 80 milliards en l'élargissant aux obligations émises par les entreprises. De même, elle a décidé de mettre en place quatre opérations de refinancement à long terme ciblées. En revanche, la FED a décidé le 16 mars de maintenir son taux directeur dans une fourchette allant de 0,25% à 0,5%, en rappelant que le timing et l'ampleur des futurs ajustements de la fourchette de son taux directeur dépendront de son bilan des conditions économiques effectives et attendues en rapport avec ses deux objectifs d'un emploi maximum et d'une inflation de 2%. Elle a également signalé qu'elle s'attend à ce que les conditions économiques évoluent de façon à garantir une augmentation qui serait seulement graduelle de son taux directeur. Pour

sa part, la Banque d'Angleterre a décidé le 17 mars de garder inchangé son taux directeur à 0,5%.

De même, au niveau des pays émergents, la Banque centrale de Russie a gardé le 18 mars son taux directeur inchangé à 11% tout en signalant qu'en dépit d'une certaine stabilisation des marchés financiers et des matières premières, et du ralentissement de l'inflation, les risques inflationnistes demeurent élevés. La Banque centrale de l'Inde a également maintenu le 2 février son taux directeur à 6,75%, estimant que le rythme de la croissance domestique était raisonnable, bien qu'inférieur à ses attentes à moyen terme. Enfin, la Banque centrale du Brésil a gardé le 2 mars son taux à 14,25%.

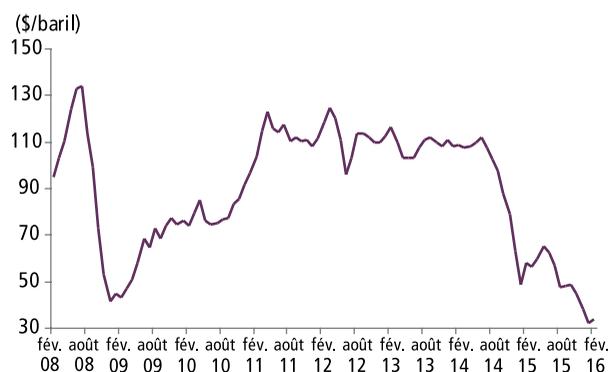
## 1.3 Prix des matières premières et inflation

Durant le premier trimestre de 2016, les prix des matières premières ont poursuivi globalement leur tendance baissière par rapport à l'année précédente. Pour ce qui est de l'inflation, elle est restée très faible dans les pays avancés, particulièrement dans la zone euro.

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Après trois mois de baisses consécutives, le cours du pétrole Brent a enregistré en février une hausse mensuelle de 5,4%, s'établissant en moyenne à 33,8 dollars le baril. Cette évolution s'explique notamment par l'annonce d'un accord conditionnel entre les grands pays producteurs de pétrole pour geler leur production à son niveau de janvier, une décision à laquelle l'Iran a apporté son soutien. En glissement annuel, le prix du Brent ressort en forte baisse de 42%, revenant ainsi de 58,3 dollars à 33,8 dollars le baril.

**Graphique 1.8 : Cours mondial du Brent en dollar**

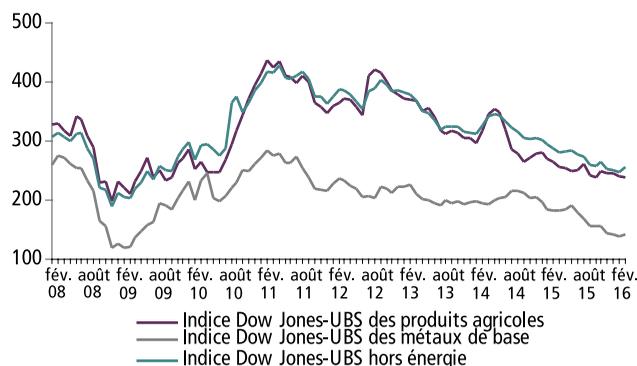


Source : Datastream.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Au cours du mois de février, les prix des produits hors énergie ont accusé des reculs sensibles en glissement annuel. L'indice Dow Jones-UBS y afférent a ainsi enregistré une baisse de 11,3%, reflétant le repli de 10,2% de l'indice des prix des produits agricoles et la diminution marquée de 22% de celui des cours des métaux de base.

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

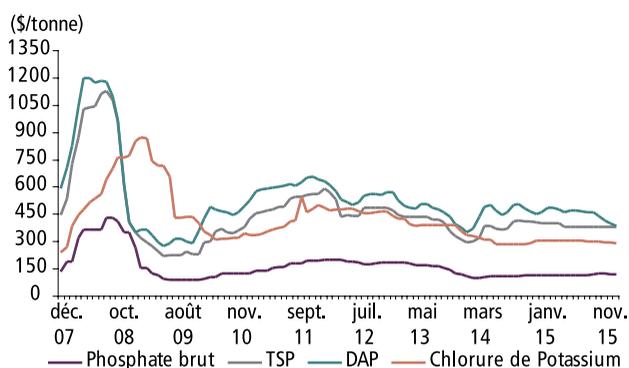


Source : Datastream.

Entre janvier et février, le prix du phosphate brut sur le marché mondial a accusé une baisse de 2,5%, s'établissant à 115 dollars la tonne. De même, le cours de l'urée s'est replié de 2,3% à 209 dollars la tonne,

celui du Chlorure de Potassium de 2,8% à 282 dollars et celui du DAP de 7,8% à 355 dollars. Par ailleurs, après neuf mois consécutifs de stagnation, le prix du TSP a reculé de 13,4% en février à 329 dollars la tonne. En glissement annuel, le cours est demeuré inchangé pour le phosphate brut, a enregistré une baisse de 7,5% pour le Chlorure de Potassium, de 17,8% pour le TSP, de 26,8% pour le DAP et de 29,6% pour l'Urée. Enfin, le cours du blé dur s'est stabilisé par rapport au mois précédent, mais est ressorti en baisse de 26,8% en glissement annuel.

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

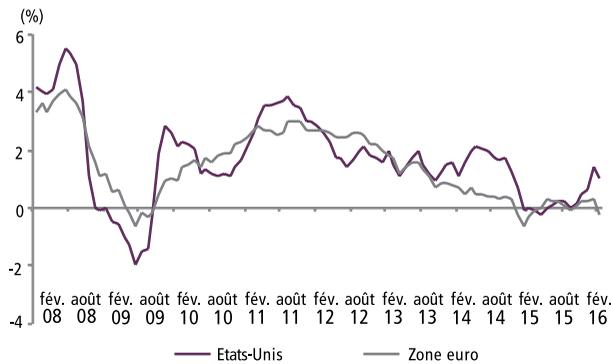


Source : Banque Mondiale.

### 1.3.3 Inflation dans le monde

Aux Etats-Unis, l'inflation a enregistré un recul de 1,4% à 1% en février. Après une hausse de 0,3% en janvier, l'indice des prix a baissé dans la zone euro de 0,2% selon une première estimation d'Eurostat pour le mois de février. Par pays, les prix ont diminué de 0,2% en Allemagne, de 0,1% en France et de 0,2% en Italie, après des hausses respectives de 0,4%, 0,3% et 0,4%. En Espagne, la baisse s'est accentuée de -0,3% à -0,8%. Au Japon, les prix à la consommation ont connu en janvier une régression de 0,1% après une hausse de 0,2% un mois auparavant. Tandis qu'au Royaume-Uni, l'inflation a enregistré une légère hausse passant 0,2% à 0,3%.

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



Source : Eurostat.

Dans les principaux pays émergents et en développement, le taux d'inflation a augmenté en Chine de 1,8% à 2,3% en février. Pour ce qui est du Brésil et de la Russie, les dernières données disponibles demeurent celles de janvier et font état, respectivement, d'une stagnation à 10,7% et d'une baisse de 12,9% à 9,8%.

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

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

Source : Datastream.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

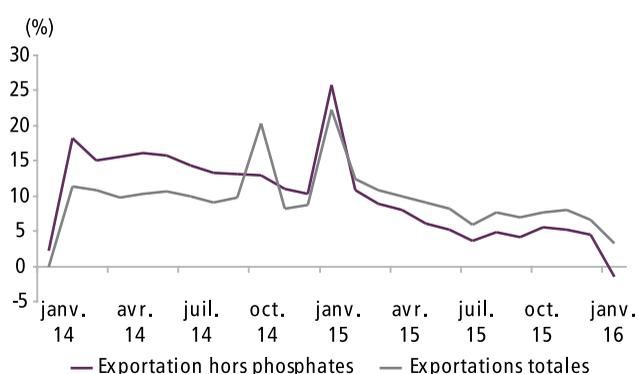
Dans un contexte marqué par la lenteur de la reprise dans la zone euro, les exportations hors phosphates et dérivées se sont inscrites en baisse de 1,4% en janvier 2016. En revanche, les expéditions des phosphates et dérivées ont enregistré une hausse de 37,1%, après une hausse de 15,6% en 2015, dans un contexte de baisse des prix sur le marché international. Les importations hors avions ont, quant à elles, enregistré une baisse de 2,2%, résultat principalement d'un fléchissement de 21,6% de la facture énergétique. Dans ces conditions, le déficit commercial poursuit son allègement enregistrant une nouvelle baisse de 22,9%, portant ainsi le taux de couverture à 71,2%, en amélioration de 6,3 points de pourcentage. Pour les autres principales composantes du compte courant, après avoir augmenté de 2,8% un an auparavant, les transferts des MRE, ressortent en légère baisse de 0,9%, alors que les recettes de voyages ont poursuivi leur tendance baissière affichant un recul de 4,8%. Dans ces conditions et en dépit d'une baisse de 18,9% des flux nets au titre des IDE, les réserves de change se sont renforcées de 25% à 229,5 milliards à fin janvier, soit l'équivalent de 6 mois et 29 jours d'importations de biens et services.

### 2.1 Evolution de la balance commerciale

#### 2.1. 1 Evolution des exportations

Au titre du mois de janvier 2016, les exportations de biens se sont accrues de 3,2% en glissement annuel à 18,8 milliards de dirhams, traduisant principalement une importante hausse des ventes des phosphates et dérivés. Ces dernières ont, en effet, progressé de 37,1% à 3 milliards de dirhams, résultat d'une augmentation des quantités expédiées. Ainsi, les exportations de phosphates bruts ont augmenté de 10,1% résultat d'une hausse de 9,6% des quantités et d'une quasi-stagnation des prix. Pour ce qui est des dérivés de phosphates, la baisse des prix qui a vraisemblablement stimulé la demande extérieure s'est traduite par des accroissements importants des quantités expédiées de l'ordre de 69% pour l'acide phosphorique et de 45,2% pour les engrais naturels et chimiques.

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 %)

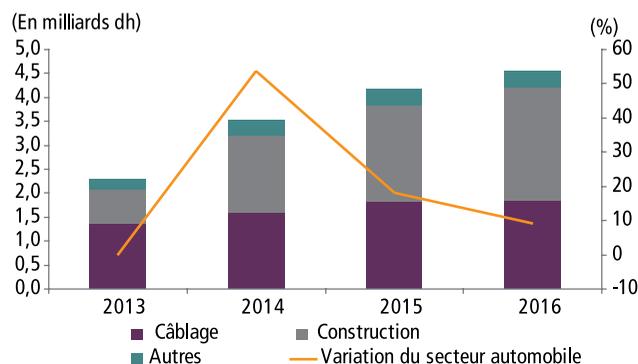
	Janvier 2016/janvier 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	10,1	9,6	0,4
Engrais naturels et chimiques	35,1	45,2	-6,9
Acide phosphorique	61,3	69,0	-4,5

Source : Office des changes.

Pour leur part, les expéditions du secteur automobile ont poursuivi leur progression, bien qu'à un rythme en décélération. Elles ont ainsi augmenté de 9,2% à

4,5 milliards de dirhams, avec notamment une hausse de 18% des exportations de la construction automobile.

**Graphique 2.2 : Evolution des exportations du secteur automobile au mois de janvier**



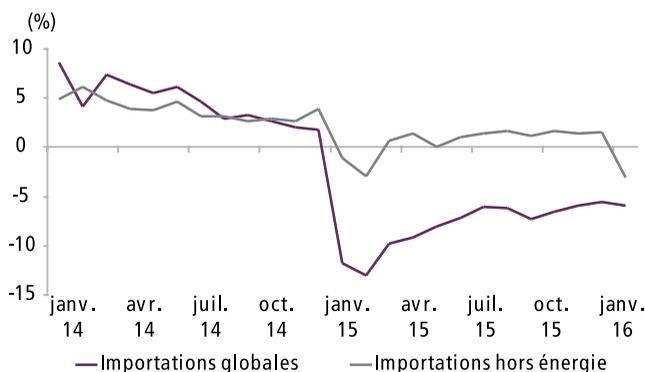
Source : Office des changes.

Parallèlement, les exportations du secteur agricole et agro-alimentaire se sont accrues de 4,1%, tirées principalement par un accroissement de 9,3% des ventes de l'industrie alimentaire. En revanche, les ventes du secteur textile ont affiché une baisse de 9,3% à 3 milliards de dirhams, sous l'effet notamment de la baisse des quantités exportées, en particulier des vêtements confectionnés et des articles de bonneterie qui ont diminué de 7,9% et de 11,7% respectivement.

## 2. 1.2 Evolution des importations

En janvier, les importations ont connu une baisse de 6% à 26,4 milliards de dirhams et hors avions, elles se sont repliées de 2,2%. Cette évolution est le résultat en grande partie d'une contraction de 21,6% de la facture énergétique, reflétant l'absence des achats de pétrole brut et d'une baisse de 10,5% des importations de gaz de pétrole. En revanche, les acquisitions de gasoil et fuel ont augmenté de 6,5%, reflétant un accroissement des quantités, alors que les prix ont été en repli.

**Graphique 2.3 : Évolution des importations (cumul depuis le début de l'année en glissement annuel)**



Source : Office des changes.

En dehors des achats de demi-produits et produits bruts qui ont affiché des baisses de 5,2% et de 12,5% respectivement, le reste des importations hors avions s'est inscrit en hausse. En effet, les acquisitions de biens d'équipement, hors achats d'avions, ont enregistré une hausse de 6% et celles des produits alimentaires se sont accrues de 12,2%, en liaison notamment avec la hausse de 48,3% des achats de blé. De même, les importations de biens finis de consommation ont augmenté de 3,9%, avec une importante hausse de 41,6% des achats de produits pharmaceutiques.

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

	Janvier 2016/janvier 2015		
	Valeur	Quantité	Prix
Gasoils et fuel	6,5	56,9	-32,1
Gaz de pétrole	-10,5	6,0	-15,6
Pétrole brut	-	-	-
Soufres bruts	-22,4	-14,9	-8,8

Source : Office des changes.

En somme, le déficit commercial s'est atténué de 22,9% à 7,6 milliards de dirhams et le taux de couverture des biens s'est amélioré de 6,3 points de pourcentage pour atteindre 71,2%.

## 2.2 Autres rubriques de la balance courante

Au niveau des services, les recettes de voyage ont diminué de 4,8% à 3,8 milliards de dirhams, continuant de pâtir des inquiétudes d'ordre sécuritaire dans certains pays de la région, alors que les dépenses ont poursuivi leur tendance haussière avec une augmentation de 8,3%. Pour leur part, les recettes de transport se sont légèrement améliorées de 0,3%, tandis que les sorties de même nature ont diminué de 9%. Dans ces conditions, la balance des services s'est soldée par un excédent de 4,1 milliards, en baisse de 9,6% par rapport à janvier 2015.

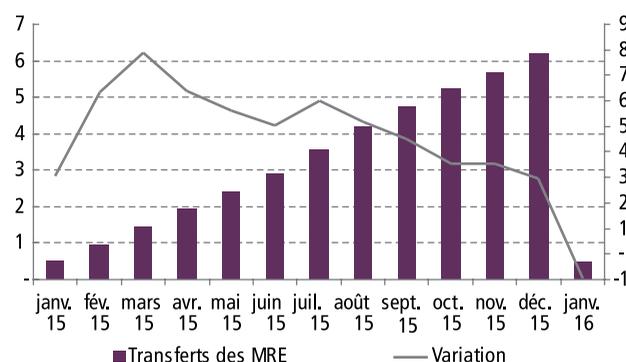
**Tableau 2.3 : Evolution des échanges de services**

(En millions de DH)	Janvier		Evolution	
	2016	2015	Valeur	%
<b>Importations</b>	<b>5834</b>	<b>5451</b>	<b>383</b>	<b>7,0</b>
Service de transport	2224	2443	-219	-9,0
Voyages	1089	1006	83	8,3
<b>Exportations</b>	<b>9926</b>	<b>9978</b>	<b>-52</b>	<b>-0,5</b>
Service de transport	1873	1868	5	0,3
Voyages	3785	3976	-191	-4,8
<b>Solde</b>	<b>4092</b>	<b>4527</b>	<b>-435</b>	<b>-9,6</b>

Source : Office des changes.

S'agissant des transferts des Marocains Résidant à l'étranger, ils ont enregistré une légère baisse de 0,9% à 4,9 milliards, alors qu'ils avaient augmenté de 2,8% un an auparavant.

**Graphique 2.4 : Evolution des transferts MRE (cumul depuis le début de l'année, en glissement annuel, en %)**



Source : Office des changes.

## 2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations du compte financier, les recettes au titre des investissements directs étrangers ont diminué de 6,2% et les dépenses de même nature ont augmenté de 23,5%. Au total, le flux net s'est établi à 1,3 milliard de dirhams, en baisse de 18,9%.

Quant aux investissements directs des résidents à l'étranger, leur flux s'est chiffré à 1,1 milliard de dirhams à fin janvier 2016 contre 1,8 milliard de dirhams un an auparavant.

Au total et tenant compte également des opérations du compte courant, l'encours des réserves internationales s'est accru de 25% en glissement annuel en janvier 2016, pour s'établir à 229,5 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 6 mois et 29 jours d'importations de biens et services.

## Encadré 2.1 : Evolution des comptes extérieurs en 2015

En 2015, la situation des comptes extérieurs a poursuivi son redressement pour la troisième année consécutive. Le déficit du compte courant se serait davantage atténué, revenant de 5,7 en pourcentage du PIB en 2014 à 2,3, en liaison principalement avec l'allègement de la balance commerciale.

En ce qui concerne les importations, elles ont accusé un repli de 5,6% à 366,5 milliards de dirhams, traduisant essentiellement un fléchissement de 28,1% des achats de produits énergétiques, sous l'effet de la baisse des prix sur le marché international. Pour les autres groupements d'utilisation, la facture alimentaire s'est allégée de 14,3%, résultat notamment de la baisse des approvisionnements de blé, alors que les achats de biens d'équipement se sont accrus de 6,1% et ceux des demi-produits de 4,8%.

Quant aux exportations, elles se sont raffermies de 6,6% à 214,1 milliards, soutenues par la poursuite de la dynamique du secteur automobile, dont les ventes ont progressé de 20,7% à 48 milliards, et une hausse sensible de 15,6% des expéditions de phosphates et dérivés à 44,2 milliards, favorisée par une appréciation du dollar. De même, les exportations du secteur agricole ont enregistré une hausse de 13,9% pour l'industrie alimentaire et de 7% pour les produits agricoles. A l'inverse, les exportations du secteur de textile et cuir se sont inscrites en baisse de 1,5% à 33 milliards.

Pour les autres opérations courantes, les transferts des Marocains résidant à l'étranger ont maintenu leur rythme de progression à 3%, en dépit de la persistance du taux de chômage à des niveaux élevés dans les principaux pays d'accueil. En revanche, les recettes voyages, après avoir enregistré un accroissement de 3% en 2014, ont accusé une baisse de 1,3%, dans un contexte d'insécurité qui caractérise certains pays de la région. S'agissant des dons, ceux perçus des pays du Golfe se sont limités à 3,7 milliards, alors qu'ils avaient atteint 13,1 milliards en 2014.

Au niveau du compte financier, les entrées au titre des investissements directs étrangers se sont maintenues à un niveau élevé, atteignant 38,7 milliards contre 36,6 milliards en 2014, et les dépenses de même nature ont progressé de 1,3 milliard à 7,9 milliards. En revanche, les données disponibles pour les neuf premiers mois de 2015, indiquent une baisse de près de la moitié du solde des prêts publics, revenant de 29,8 milliards en 2014 à 15,2 milliards.

Au total, l'encours des réserves internationales nettes s'est accru de 23,5% à 224,6 milliards de dirhams, assurant ainsi la couverture de l'équivalent de 6 mois et 24 jours d'importations de biens et services.

## 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre 2015, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel de 0,67% et par la poursuite de la faiblesse du rythme d'accroissement du crédit au secteur non financier, avec notamment une accentuation de la baisse des prêts aux entreprises à 2,6%. Les taux d'intérêt sur les marchés de la dette souveraine et privée n'ont pas connu globalement de variations significatives, alors que ceux assortissant les crédits bancaires ont enregistré une diminution moyenne de 18 points de base, reflétant essentiellement le recul des taux assortissant les crédits aux entreprises. Dans ces conditions, le rythme de progression de la masse monétaire s'est stabilisé à 5,7%, le renforcement des réserves internationales nettes ayant été compensé par la modération du taux d'accroissement du crédit et la décélération des créances nettes sur l'administration centrale.

Sur le marché immobilier, les prix se sont inscrits en légère hausse de 0,5%, en glissement trimestriel, après une baisse de 0,6% au cours du troisième trimestre. En parallèle, les ventes ont progressé de 9,8% après la diminution de 8,6% un trimestre auparavant. Sur le marché boursier, après le repli de 7,2% en 2015, le MASI n'a pas connu de changements importants sur les deux premiers mois de 2016, tandis que les transactions sont restées faibles avec un volume mensuel moyen de 1,8 milliard de dirhams. Au total, les évolutions récentes confirment la modération des pressions inflationnistes émanant des marchés des actifs.

### 3.1 Conditions monétaires

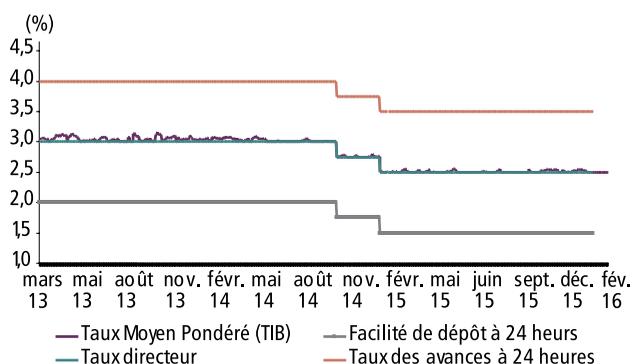
#### 3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du quatrième trimestre 2015, le besoin en liquidités des banques est revenu à 21 milliards, après 33,2 milliards de dirhams au troisième trimestre, en liaison notamment avec le renforcement des réserves de change. La Banque a ainsi réduit le volume de ses injections, le ramenant de 34,6 milliards de dirhams à 23 milliards, dont 9,2 milliards sous forme d'avances à 7 jours et 13,7 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Les derniers chiffres disponibles relatifs au mois de février 2016<sup>1</sup> indiquent la poursuite de l'atténuation du besoin en liquidité, se chiffrant ainsi à 7,1 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire est resté aligné sur le taux directeur à 2,52%. Sur les autres marchés, les taux des bons du Trésor n'ont pas connu globalement de variations significatives comparativement au trimestre précédent, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire et demeurent en deçà de leur

niveau observé au titre de la même période de l'année précédente.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



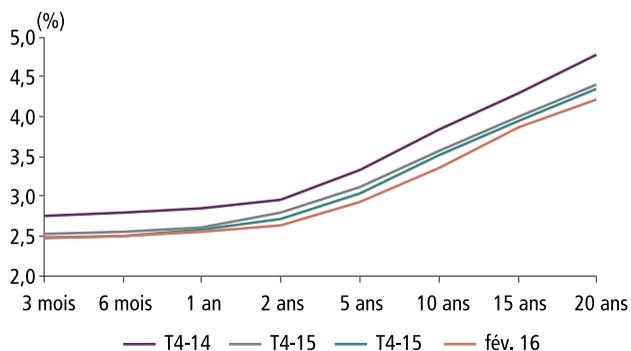
Source : BAM.

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

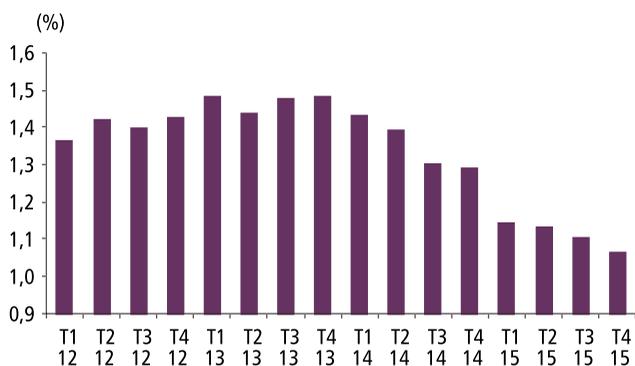
Source : BAM.

<sup>1</sup> Chiffre relatif au 19 février 2016.

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

Source : BAM.

Pour ce qui est de la dette privée, le taux moyen pondéré des émissions des certificats de dépôt a accusé un repli revenant de 3,14% à 2,64% en moyenne au quatrième trimestre et les émissions, au quatrième trimestre, ont porté essentiellement sur les maturités inférieures à un an alors qu'au troisième trimestre elles ont concerné plutôt les maturités entre un et 3 ans. S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est demeuré inchangé à 3,66%, recouvrant un recul de 11 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois à 3,46% et une légère hausse de 4 points de base de celui des dépôts à un an à 3,78%. Dans ce contexte, le coût de financement global<sup>2</sup> des banques a connu une légère diminution de 4 points de base au cours du quatrième trimestre reflétant notamment une accélération de 5,4% à 6,3% de la progression des dépôts à vue.

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

Source : BAM.

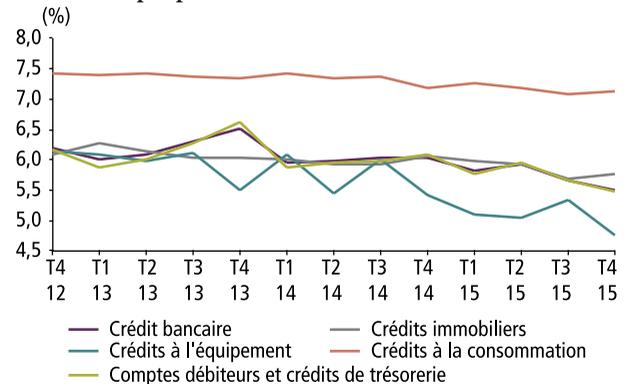
<sup>2</sup> Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

Dans ces conditions, les banques ont réduit significativement les taux assortissant les crédits accordés à leur clientèle. Le taux débiteur a marqué ainsi une baisse de 18 points de base, pour s'établir à 5,49%. Cette évolution reflète essentiellement le recul de 18 points de base du taux des crédits aux entreprises, avec des replis de 17 points de base pour les facilités de trésorerie et de 59 points pour les prêts à l'équipement. En revanche, les taux appliqués sur les prêts accordés aux particuliers ont quasiment stagné.

**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

Source : BAM.

**Graphique 3.4: Evolution des taux débiteurs**

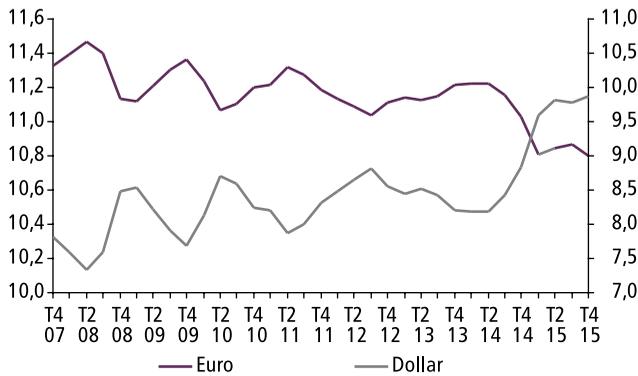
Source : BAM.

### 3.1.2 Taux de change

Au cours du quatrième trimestre, l'euro s'est déprécié de 1,52% par rapport au dollar américain, s'établissant à 1,09 dollar en moyenne. Dans ce contexte, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,62% en moyenne d'un trimestre à l'autre vis-à-vis de l'euro et s'est dépréciée de 0,95% contre le dollar américain. Comparativement à certaines devises des pays émergents, le dirham s'est apprécié de 0,4% par rapport au yuan chinois et de 0,8% contre la livre turque. Dans ces conditions, le taux de change effectif s'est apprécié de 0,83% en

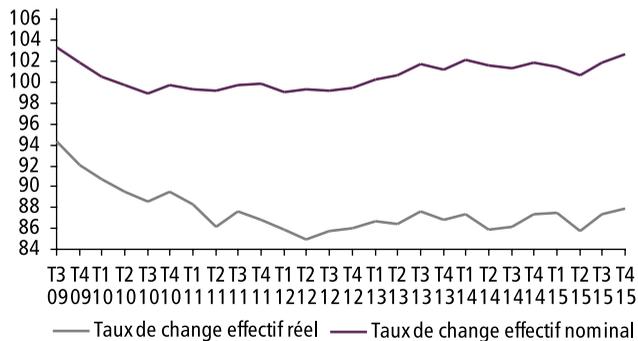
termes nominaux et de 0,67% en termes réels, en tenant compte d'une inflation au Maroc globalement inférieure à celle des principaux pays partenaires et concurrents.

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



Source : BAM.

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



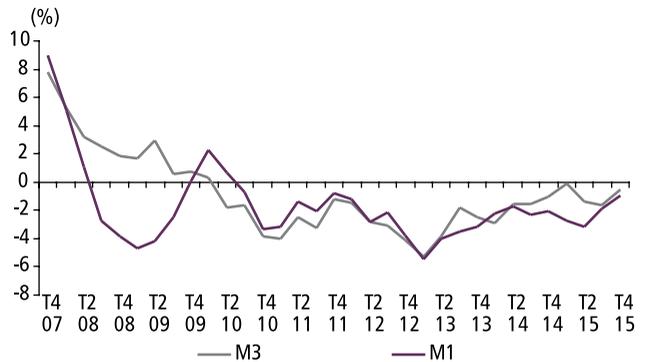
Sources : Calcul de BAM et du FMI.

Dans ce contexte, la position nette de change des banques est revenue de 4,8 milliards en moyenne au troisième trimestre à 2,2 milliards de dirhams au quatrième trimestre. Les ventes de devises par Bank Al-Maghrib aux banques se sont ainsi établies à 619 millions de dirhams contre 112 millions un trimestre auparavant. Pour ce qui est des transactions des banques avec leurs correspondants étrangers, leur volume s'est inscrit en repli de 16,6%, s'établissant à 79,9 milliards. En parallèle, les achats à terme de la clientèle des banques ont augmenté de 14,4% pour s'établir à 6,3 milliards et les ventes sont passés de 2,2 milliards à 3,4 milliards de dirhams.

### 3.1.3 Situation monétaire

Au quatrième trimestre de 2015, le rythme de progression de la masse monétaire s'est stabilisé à 5,7%. L'accélération de 18,2% à 23,7% de la progression des réserves internationales nettes a été compensée par la modération du taux d'accroissement du crédit à 1,7% et la décélération de 15,7% à 6,8% des créances nettes sur l'administration centrale. Par conséquent, l'écart monétaire pour M3 s'est maintenu à un niveau négatif, indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

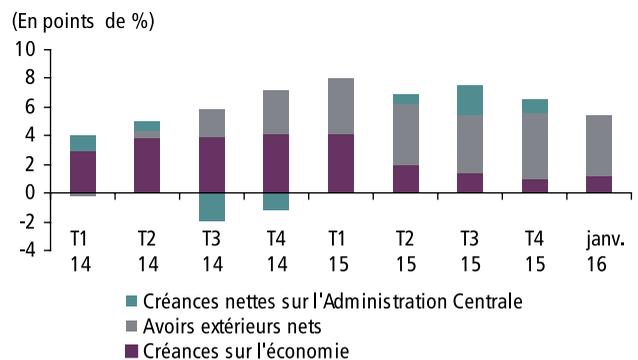
**Graphique 3.7 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)**



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.

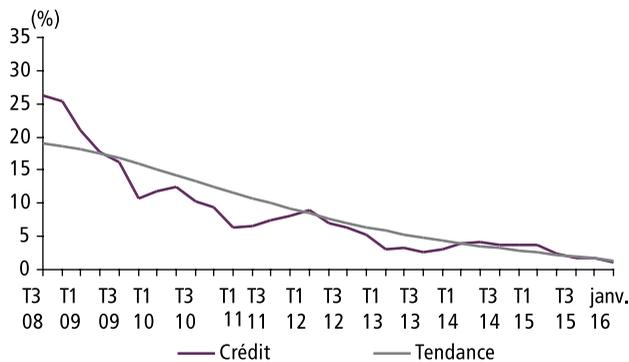
**Graphique 3.8 : Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire**



Source : BAM.

L'analyse de l'évolution des composantes de M3 fait ressortir une décélération de 6,2% à 3,6% des dépôts à vue des sociétés non financières privées alors que les dépôts à terme se sont accélérés de 27% à 29,3% poursuivant ainsi leur tendance haussière entamée depuis le deuxième trimestre 2015. Pour ce qui est des ménages, leurs dépôts à vue se sont renforcés de 6,5% après 4,7% le trimestre précédent, tandis que leurs dépôts à terme se sont inscrits en ralentissement avec un rythme revenant de 8,5% à 6,2%. Pour les autres composantes, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 7,1% au lieu de 6,6% et les titres des OPCVM monétaires ont augmenté de 3,5% après une diminution de 1,6% un trimestre auparavant.

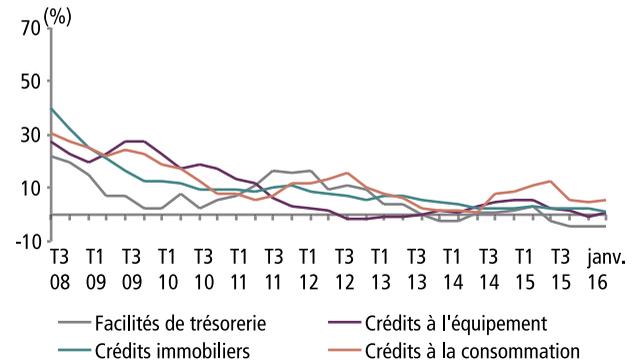
**Graphique 3.9 : Variation en glissement annuel du crédit**



Source : BAM.

Concernant la principale source de création monétaire, le crédit bancaire destiné au secteur non financier a poursuivi son ralentissement revenant de 0,6% à une croissance quasi-nulle. Cette évolution reflète principalement le recul de 1,7% à 2,6% des prêts aux entreprises, poursuivant ainsi leur mouvement baissier entamé depuis mai 2015. Ce repli est lié tant à la contraction de 2% des crédits à l'équipement après une hausse de 1,6%, avec notamment une accentuation de la baisse à 2,3% de ceux accordés aux sociétés non financières privées, qu'à la diminution de 4,3% des facilités de trésorerie, quasi-similaire à celle observée un trimestre auparavant. De même, les prêts aux promoteurs immobiliers ont poursuivi leur mouvement baissier s'établissant avec un repli de 7%, après celui de 5,2% au troisième trimestre.

**Graphique 3.10 : Variation en glissement annuel des différentes catégories de crédit**

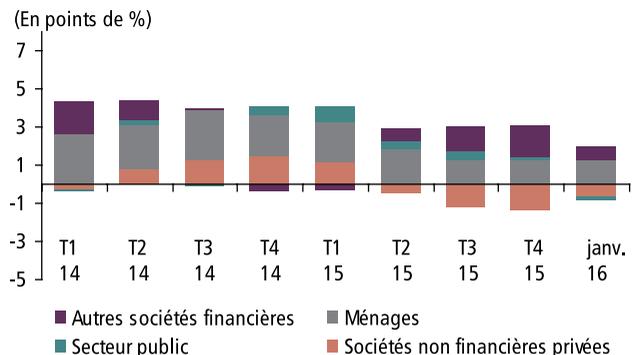


Source : BAM.

La baisse des crédits aux entreprises au quatrième trimestre s'est traduite par des diminutions de 5,9% des prêts alloués aux industries manufacturières, de 6,2% de ceux destinés à la branche « commerce » et de 5,1% des crédits alloués à la branche « Bâtiment et travaux publics ». En revanche, les concours accordés aux branches « transports et communication » et « électricité, gaz et eau », bien qu'en décélération comparativement au troisième trimestre, se sont accrus respectivement de 12,7% et de 5,2%.

Pour ce qui est prêts aux ménages, quoiqu'en légère décélération, leur rythme de progression s'est maintenu à 5% pour les crédits à la consommation et à 5,4% pour ceux à l'habitat.

**Graphique 3.11 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit**

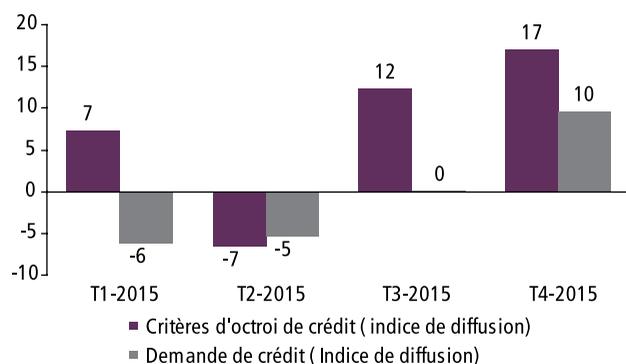


Source : BAM.

Quant aux créances en souffrance, leur rythme de progression annuel est revenu de 10,7% à 9,8%, avec un ralentissement de 15,5% à 14,6% pour les entreprises non financières et de 5,1% à 3,7% pour les ménages. Leur taux ressort ainsi stable à 7,4%.

Selon les derniers résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al-Maghrib, la modération du rythme de progression du crédit serait en liaison avec la faiblesse de la demande quoiqu'en relative légère amélioration au quatrième trimestre. Du côté de l'offre, les banques auraient assoupli les critères d'octroi notamment aux entreprises, comme en témoigne la baisse importante des taux débiteurs qui leur sont appliqués.

**Graphique 3.12 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion\*)**



\* L'indices de diffusion représente la différence entre les réponses indiquant une évolution positive (« assouplissement » ou « augmentation») et celles renseignant sur une évolution négative (« durcissement » ou « diminution»).

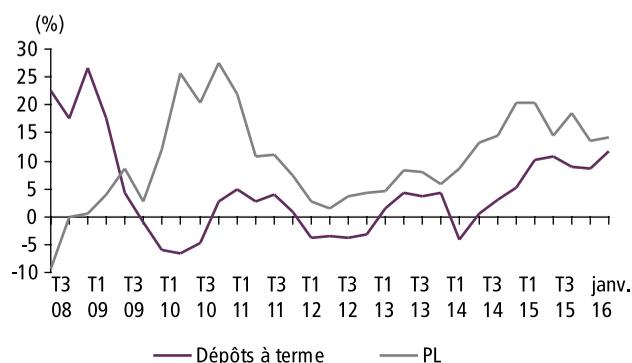
Source : BAM.

Les dernières données disponibles du crédit bancaire, relatives au mois de janvier 2016 indiquent la poursuite de la modération du rythme d'accroissement du crédit bancaire, s'établissant à 1,2% après 1,7% au quatrième trimestre. Celui destiné au secteur non financier s'est accru de 0,5% au lieu de 0,2% reflétant notamment une atténuation de la baisse des prêts aux entreprises de 2,6% à 1,9% et une hausse de 3,5% de ceux accordés aux ménages, soit un rythme quasi similaire à celui observé un trimestre auparavant.

Par ailleurs, les prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire ont enregistré une augmentation de 1,9% au quatrième trimestre, marquant ainsi une rupture de la tendance baissière entamée depuis septembre 2014. Cette hausse reflète l'accélération de 0,2% à 1,9% des prêts accordés par les sociétés de financement, en relation avec des hausses de 1,2% des crédits accordés aux entreprises après 0,5%, et de 2,7% des prêts destinés aux ménages contre un repli de 0,1%. En revanche, les crédits accordés par les banques off-shore ont accusé une diminution de 13,6%, moins forte que celle de 26,4% un trimestre auparavant.

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 169,2% au quatrième trimestre, au lieu de 166,5% le trimestre précédent, reflétant aussi bien la hausse de l'agrégat M3 que des placements liquides.

**Graphique 3.13 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme**



Source : BAM.

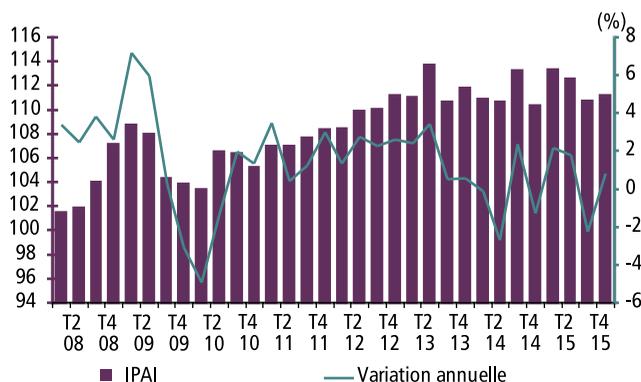
## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

Après deux trimestres de baisse, les prix des actifs immobiliers ont enregistré une légère hausse trimestrielle de 0,5% au cours du dernier trimestre 2015. Par catégorie d'actifs, les prix ont augmenté de 1,2% pour les biens à usage professionnel et de

0,7% pour le résidentiel, les terrains ayant affiché une diminution de 0,4%.

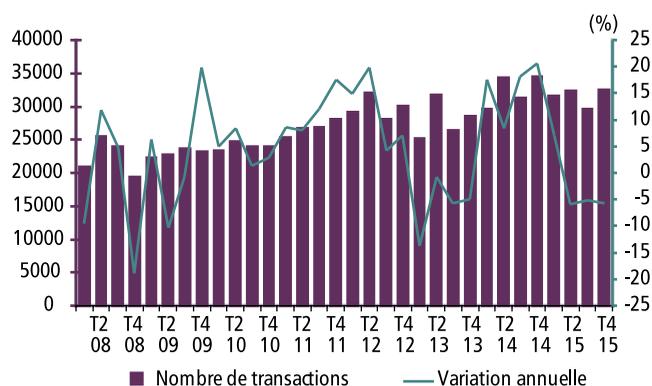
**Graphique 3.14 : Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI)**



Source : BAM et ANCFCC.

En parallèle, les transactions se sont inscrites en hausse de 9,8% après une contraction de 8,6% le trimestre précédent. Cette augmentation résulte de la hausse des ventes de l'ensemble des catégories de biens, avec des taux de 18% pour les biens à usage professionnel, de 11,2% pour le foncier et de 8,7% pour les actifs résidentiels.

**Graphique 3.15 : Evolution du nombre de transactions immobilières**



Source : BAM et ANCFCC.

Par principales villes, les prix ont connu des évolutions différenciées. Ils ont ainsi augmenté à Casablanca, Rabat et Fès, ont reculé à Marrakech, Meknès et Kénitra, et ont stagné à Tanger et El Jadida. En ce qui concerne les transactions, elles se sont accrues d'un trimestre à l'autre dans les principales villes, à l'exception de Rabat

et d'Oujda, où elles ont diminué de 10,9% et 13,5% respectivement.

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

En %	IPAI		Nombre de transactions	
	T3 2015	T4 2015	T3 2015	T4 2015
Agadir	-0,6	2,3	-14,8	19,5
Casablanca	-5,8	5,8	-16,7	14,9
El-Jadida	3,9	-0,1	10,9	8,5
Fès	-0,8	1,9	-10,3	13,1
Kénitra	1,1	-1,1	-11,7	7,6
Marrakech	-8,1	-0,9	-27,4	9,0
Meknès	3,3	-2,4	-15,3	39,6
Oujda	1,9	0,8	27,3	-13,5
Rabat	-1,9	3,8	-6,8	-10,9
Tanger	0,5	-0,1	11,0	5,2

Source : BAM et ANCFCC.

Sur l'ensemble de l'année 2015, et après une baisse de 0,4% en 2014, l'indice des prix des actifs immobiliers a connu une hausse de 0,6%. Pour leur part, les transactions, et après l'augmentation de 16% observée en 2014, leur volume s'est replié de 6%, restant toutefois supérieur à la moyenne enregistrée entre 2010 et 2014. Au niveau des principales villes, Marrakech a accusé un recul des prix de 4,3%, alors qu'à Casablanca et Rabat, les prix ont poursuivi leur tendance haussière entamée depuis 2012. Les transactions ont, quant à elles, régressé au niveau des grandes villes, en particulier à Rabat et Tanger, avec des baisses respectives de 10,9% et 11,9%.

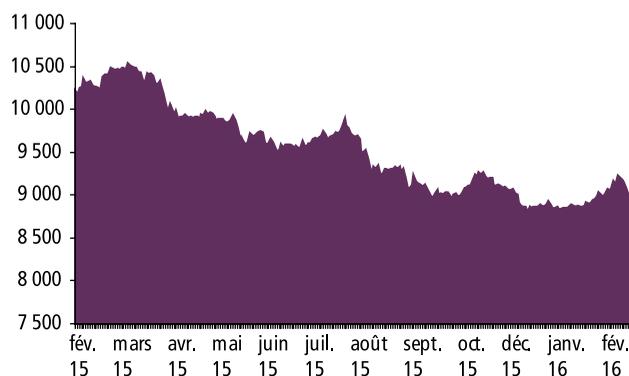
## 3.2.2 Actifs financiers

### 3.2.2.1 Actions

Au quatrième trimestre de 2015, le MASI a poursuivi sa tendance baissière entamée depuis mars 2015, avec un recul de 2,1%. Cette baisse trimestrielle traduit principalement les diminutions de 9,8% pour les « Bâtiment et Matériaux de Construction »,

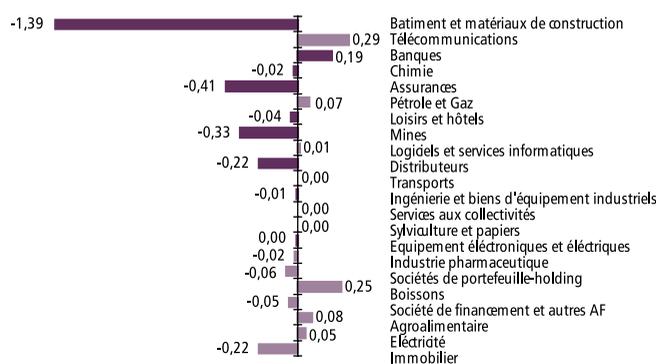
de 9,4% pour les « Assurances » et de 5,3% pour l'« Immobilier ». A l'inverse, les indices « Banques » et « Télécommunications » ont affiché des hausses respectives de 0,5% et 1,5%.

**Graphique 3.16 : Evolution quotidienne de l'indice MASI**



Source : Bourse de Casablanca.

**Graphique 3.17 : Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI au quatrième trimestre 2015, (en %)**



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est des échanges, leur volume sur le marché central s'est établi à 12,8 milliards au T4-2015, au lieu de 4,7 un trimestre auparavant, totalisant ainsi 31,4 milliards en 2015, niveau proche de la moyenne enregistrée au cours des trois dernières années.

S'agissant de la capitalisation boursière, elle s'est établie à 453,3 milliards de dirhams à fin 2015, en baisse de 1,1% par rapport au trimestre précédent. Dans ces conditions, le ratio de liquidité<sup>3</sup> sur le marché central est resté inchangé par rapport à 2014.

<sup>3</sup> Le ratio de liquidité est égal à la somme des transactions rapportée à la moyenne de la capitalisation boursière.

Pour les autres indicateurs de valorisation du marché, le Price Earning Ratio<sup>4</sup> (PER) s'est établi à 17,2 au T4-2015, en baisse de 113 points de base par rapport au trimestre précédent, et le Price to Book Ratio (PB) à 2,3, en diminution de 9 points de base.

Les données disponibles à fin février indiquent une quasi-stagnation d'un mois à l'autre du MASI, après une baisse de 0,3% en janvier, et un volume de transactions sur le marché central qui s'est chiffré à 1,4 milliard en moyenne sur les deux premiers mois de 2016.

Sur l'ensemble de l'année 2015, le MASI s'est contracté de 7,2%, après la performance de 5,6% enregistrée en 2014, reflétant des diminutions des valeurs des principaux indices sectoriels, notamment « Banques » de 2,7%, « Télécommunication » de 1,9%, « Bâtiment et Matériaux de Construction » de 4,2% et « Immobilier » de 45,6%. En parallèle, le volume de transactions s'est accru de 5% à 52 milliards de dirhams, dont 31,4 milliards au niveau du marché central.

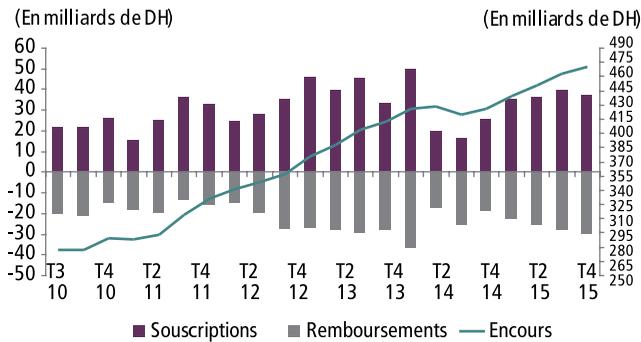
### 3.2.2.2 Bons du Trésor

Les émissions des titres souverains se sont chiffrées à 37,6 milliards de dirhams au quatrième trimestre 2015 contre 39,7 milliards un trimestre auparavant. 55% des levées ont porté sur des maturités moyennes et ont été effectuées à des taux de 2,8% pour les bons à 2 ans et de 3,14% pour les bons à 5 ans contre 2,74% et 3,17% respectivement au trimestre précédent. Pour leur part, les maturités longues ont représenté, en moyenne, 33% du montant levé. En particulier, les bons du Trésor à 10 ans ont été assortis d'un taux moyen de 3,61% quasi-similaire à celui du troisième trimestre. En ce qui concerne les maturités courtes, elles ont été effectuées à des taux très proches de ceux du troisième trimestre. Tenant compte des remboursements d'un montant de 29,8 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 470,1 milliards au quatrième trimestre en augmentation de 1,7% par rapport à fin septembre et de 10,3% par rapport à décembre 2014.

<sup>4</sup> Le Price Earning Ratio est le rapport entre le cours d'une action et le bénéfice net par action. Le Price to Book Ratio est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres et leur valeur comptable.

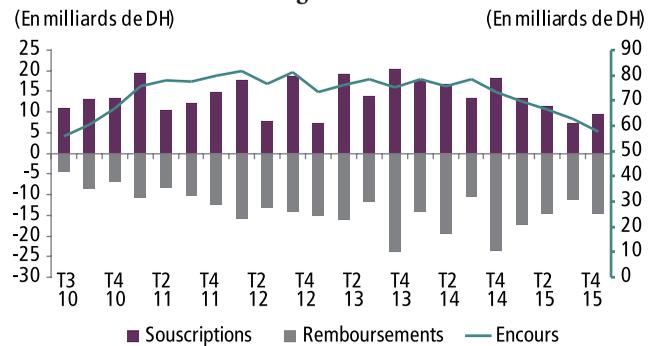
En janvier, les levées ont totalisé 10,2 milliards de dirhams contre une moyenne mensuelle de 12,4 milliards durant l'année 2015 et ont été réalisées avec des taux en baisse par rapport à décembre, notamment pour les maturités de 2 ans et 5 ans.

**Graphique 3.18 : Evolution de l'encours des bons du Trésor**



Tenant compte des remboursements d'un montant de 14,5 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables s'est établi à 57,9 milliards de dirhams, en baisse de 7,7% par rapport au trimestre précédent et de 21,1% par rapport à fin décembre 2015.

**Graphique 3.19 : Evolution de l'encours des titres de créances négociables**



### 3.2.2.3 Titres de créances négociables

Les souscriptions des autres TCN ont atteint 9,4 milliards de dirhams au quatrième trimestre après 10,3 milliards en moyenne durant les trois premiers trimestres de l'année 2015.

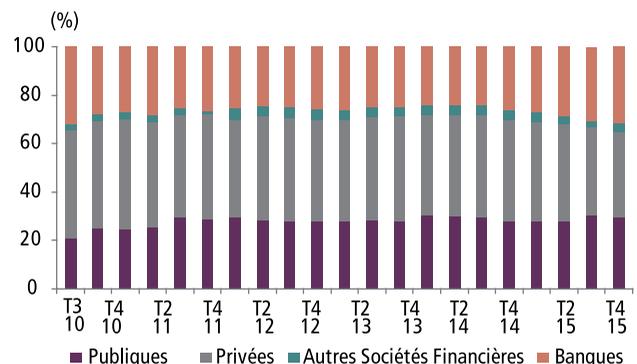
Les émissions des certificats de dépôt se sont établies au T4-2015 à 4,5 milliards de dirhams contre 2,7 un trimestre auparavant. Ces levées, qui ont porté essentiellement sur les maturités inférieures à 1 an, ont été assorties de taux de 2,7% en moyenne.

Pour ce qui est des levées des bons de sociétés de financement, une seule émission d'un montant de 860 millions de dirhams a été effectuée au quatrième trimestre, contre une moyenne de 1,4 milliard durant les trois premiers trimestres de l'année, et a été assortie d'un taux de 3,49% après une fourchette de 3,51% à 3,53% au troisième trimestre.

S'agissant des levées des billets de trésorerie, elles ont atteint 4 milliards de dirham contre 3,8 en moyenne sur les trois premiers trimestres de 2015 et ont été effectuées à des taux allant de 4,38% à 4,44% après une fourchette de 4,46% à 4,75% au troisième trimestre.

Sur le marché obligataire, les données du quatrième trimestre 2015 indiquent un montant des levées de 3,7 milliards de dirhams contre 4,2 milliards un trimestre auparavant et 11,4 milliards durant les trois premiers trimestres, portant l'encours des emprunts obligataires à 101,7 milliards, en augmentation de 6,2% par rapport à fin décembre 2014. Ventilées par émetteur, les levées des sociétés financières ont atteint 7,8 milliards de dirhams en 2015 contre 4,7 milliards en 2014 et celles des sociétés non financière ont totalisé 7,3 milliards après 12 milliards en 2014.

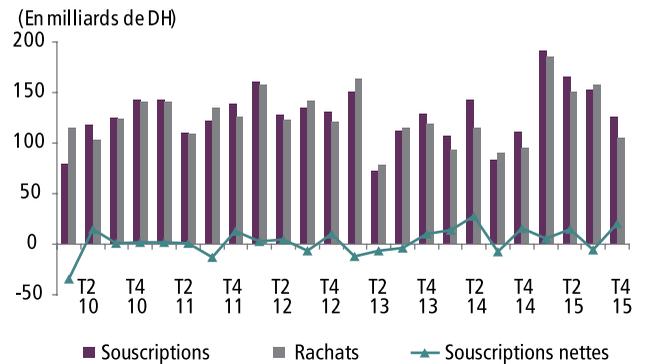
**Graphique 3.20 : Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur**



### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du quatrième trimestre 2015, les souscriptions aux titres OPCVM se sont chiffrées à 132,8 milliards de dirhams et les rachats se sont établis à 111,7 milliards de dirhams. Tenant compte également d'une appréciation de 0,3% de l'indicateur de performance, l'actif net des fonds OPCVM à fin 2015 ressort à 330,1 milliards de dirhams, en augmentation de 6% par rapport au troisième trimestre et de 9,8% en glissement annuel. Cette hausse traduit essentiellement des appréciations de 7,6% de l'encours des fonds obligataires et de 6% de celui des OPCVM monétaires. En revanche, l'encours des fonds actions s'est contracté de 5,2%, en lien notamment avec le recul du MASI.

Graphique 3.21: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM



Source : CDVM.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2015 a été clôturée globalement en ligne avec la loi de finances, avec un déficit, hors privatisation, de 42,7 milliards au lieu de 42 milliards programmés. Par rapport à 2014, le déficit ressort en allègement de 2,9 milliards de dirhams, s'inscrivant ainsi dans le processus d'ajustement budgétaire entamé en 2013. Cette amélioration résulte d'une baisse moins marquée des recettes comparativement à celle des charges. Les dépenses ordinaires ont accusé une diminution à la faveur de la contraction de plus de moitié de la charge de compensation. En parallèle, les recettes ordinaires se sont repliées, impactées particulièrement par la réduction des rentrées de dons du CCG, mais légèrement atténuée par le relatif raffermissement des rentrées fiscales. Le ratio au PIB de la dette publique directe est estimé ainsi à 64% à fin 2015, après 63,4% à fin 2014.

Pour l'exécution de la loi de finances 2016, les données du Trésor du mois de janvier font ressortir un excédent budgétaire de 66 millions, contre 139 millions en janvier 2015. Les recettes ordinaires ont progressé de 1,3%, recouvrant une hausse du produit fiscal, hors IS et TVA à l'intérieur, et une diminution de celles non fiscales. De leur côté, les dépenses ordinaires se sont allégées de 1%, consécutivement à la régression des subventions et des intérêts de la dette. Le solde ordinaire ressort ainsi positif et en augmentation par rapport à 2015. Pour sa part, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif à 10,1 milliards, soit une hausse de 2,6 milliards. Sur la base des flux de financement intérieur et extérieur, la dette publique directe serait en hausse de 1,5% à fin janvier 2016 par rapport à son niveau à fin 2015, avec une augmentation de 2,3% de l'encours de la dette extérieure et de 1,3% de celui de la dette intérieure. Quant aux coûts de financement, le Trésor continu de se financer à des conditions favorables comparativement à janvier 2015, en dépit de la légère progression constatée au niveau des taux moyens pondérés à l'émission.

### 4.1 Recettes ordinaires

Le premier mois de l'exécution budgétaire de 2016 fait ressortir une évolution favorable des recettes ordinaires comparativement à janvier 2015. Elles se sont améliorées de 1,3%, avec une hausse de 4,4% des recettes fiscales à 18,4 milliards et une baisse de 41,6% de celles non fiscales à 0,6 milliard de dirhams. A l'exception de l'IS et de la TVA à l'intérieur, l'ensemble des impôts et taxes ont enregistré des augmentations.

Le produit des impôts directs a augmenté de 3,3% à 5,8 milliards, recouvrant essentiellement un accroissement de 7,5% des recettes de l'IR à 4,2 milliards et une régression de 6,2% à 1,5 milliard de celles de l'IS. L'évolution de l'IR recouvre notamment une hausse de 30,5% de l'IR sur les profits immobiliers à 355 millions et une baisse de 2,2% de l'IR sur les salaires publics prélevé par la TGR à 721 millions, les autres catégories d'IR ayant augmenté de 7,8% à 3,2 milliards.

Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires\*

	Janvier 2015	Janvier 2016	Var en %	Loi de Finances 2016	Taux de réalisation (en %)
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>18,8</b>	<b>19,1</b>	<b>1,3</b>	<b>245,9</b>	<b>7,8</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>17,6</b>	<b>18,4</b>	<b>4,4</b>	<b>215,5</b>	<b>8,6</b>
- Impôts directs	5,7	5,8	3,3	85,5	6,8
Dont I.S	1,6	1,5	-6,2	44,3	3,4
I.R	4,0	4,2	7,5	38,6	11,0
- Impôts indirects	8,8	8,7	-0,8	104,8	8,3
TVA	7,2	6,8	-5,1	79,3	8,6
TIC	1,6	1,9	18,8	25,5	7,4
- Droits de douane	0,6	0,7	14,7	7,9	9,2
- Enregistrement & timbre	2,6	3,2	21,9	17,3	18,3
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>-41,6</b>	<b>27,2</b>	<b>2,3</b>
- Monopoles	0,0	0,0	0,0	8,3	0,5
- Autres recettes	1,0	0,6	-43,2	18,8	3,1
dont Dons CCG	0,0	0,3		13,0	2,5
<b>Recettes de CST</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-78,1</b>	<b>3,3</b>	<b>0,7</b>

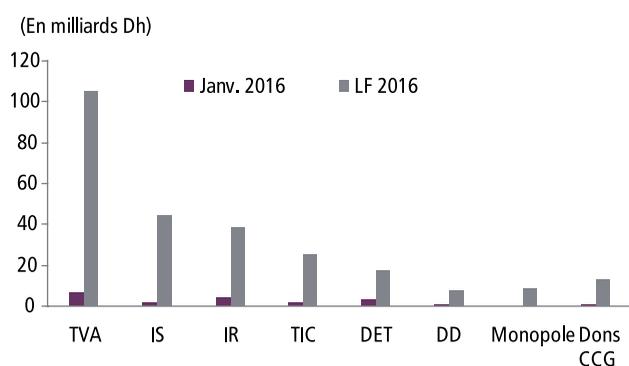
\*Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT).  
Chiffres en milliards de DH.

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

Par ailleurs, les impôts indirects ont enregistré une baisse de 66 millions de dirhams, renfermant toutefois des évolutions différenciées par catégorie d'impôt. Ainsi, le produit de la TVA a diminué de 5,1% à 6,8 milliards consécutivement au remboursement d'un montant de 453 millions de la TVA intérieure contre 119 millions en janvier 2015. Les recettes de la TVA à l'importation ont progressé de 1,8% à 3,4 milliards, recouvrant une baisse de 7,6% de la TVA sur les produits énergétiques et une hausse de 3,4% de celle sur les autres produits. Les rentrées des TIC ont progressé de 18,8% à 1,9 milliard, tirées par celles sur les tabacs, en hausse de 35,3%. Quant aux droits de douane, ils ont augmenté de 14,7% à 725 millions.

Du côté des recettes non fiscales, en recul de 41,6%, elles ont été marquées par l'encaissement de 39 millions de dirhams de Bank Al-Maghib au titre des monopoles, 118 millions pour la redevance gazoduc et 319 millions provenant des pays du CCG. Il est à noter également une baisse conséquente des recettes en atténuation des dépenses de la dette, revenant de 1,5 milliard à 79 millions en janvier 2016 et contre un montant de 1,1 milliard prévu dans la loi de finances.

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



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

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

## 4.2 Dépenses publiques

Les dépenses ont enregistré globalement une hausse de 11,1% à 29,1 milliards comparativement au même mois de 2015. Cette évolution recouvre un allègement de 1% à 17,7 milliards des dépenses ordinaires et une hausse de 37% des investissements à 11,4 milliards. Les dépenses de biens et services ont augmenté de 6,5% à 13,5 milliards, recouvrant une baisse de 1,8% de la masse salariale à 7,7 milliards, attribuable à la diminution des rappels de 43,3%, et une hausse de 19,7% à 5,9 milliards des charges au titre des autres biens et services. L'évolution de ces dernières incluent notamment une augmentation de 90% à 1,9 milliard des transferts aux établissements publics et de 2,9% à 458 millions des versements aux comptes spéciaux du Trésor.

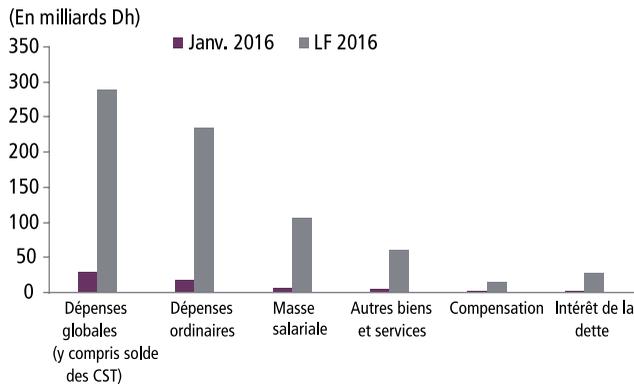
**Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques\***

	Janv. 2015	Janv. 2016	Var 16/15 En %	Loi de Finances 2016	Taux de réalisation (en %)
<b>Dépenses globales</b>	<b>26,2</b>	<b>29,1</b>	<b>11,1</b>	<b>288,6</b>	<b>10,1</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>17,9</b>	<b>17,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>235,4</b>	<b>7,5</b>
Biens et services	12,7	13,5	6,5	167,8	8,1
Personnel	7,8	7,7	-1,8	106,8	7,2
Autres biens et services	4,9	5,9	19,7	61,0	9,6
Intérêt de la dette	1,7	1,1	-33,9	28,3	3,9
Compensation	1,3	1,0	-24,8	15,6	6,5
Transferts aux CT	2,2	2,0	-5,1	23,8	8,6
<b>Investissement</b>	<b>8,3</b>	<b>11,4</b>	<b>37,0</b>	<b>53,1</b>	<b>21,5</b>

\* Compte tenu des 30% de la part de la TVA transférée aux collectivités territoriales. En milliards de dirhams.

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

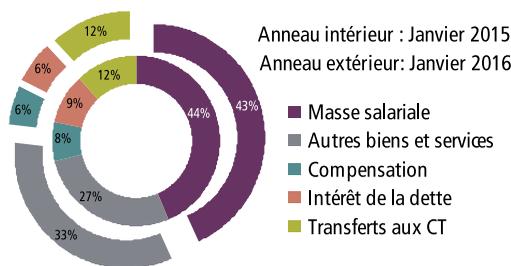
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances**



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

Les charges en intérêts de la dette ont enregistré une diminution de 33,9% à 1,1 milliard, reflétant l'allègement de 37,1% à 946 millions pour la dette intérieure et de 1,3% à 147 millions pour la dette extérieure. L'accentuation de la baisse des intérêts de la dette s'explique par le règlement d'un montant de 423 millions dont la date d'échéance est le 30 janvier 2016 et qui n'a été payé que le 1er février 2016, soit le jour ouvrable suivant. Si le paiement de ce montant avait été effectué en janvier, les intérêts de la dette n'auraient diminué que de 8,3%.

**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**

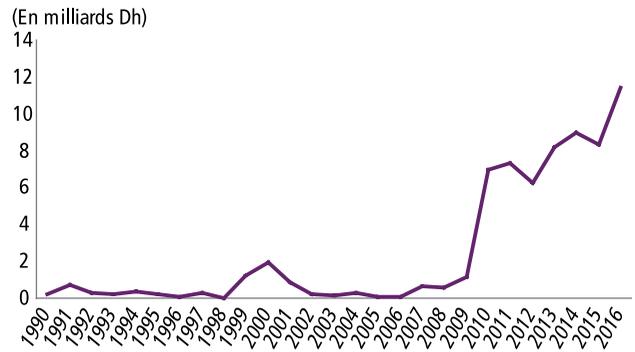


Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), retraitement TVA et calculs BAM.

Pour ce qui est des subventions des prix, qui concerne actuellement le gaz butane, le sucre et la farine de blé tendre, les charges dues se sont établies à un milliard, en baisse de 24,8%. La réduction de cette charge

s'explique, en partie, par le repli de 17,2% du prix du gaz au niveau international, qui est revenu d'un cours moyen de 375 \$/T en janvier 2015 à 310,5 \$/T pour le même mois de 2016. L'impact de ce repli a été légèrement atténué par l'appréciation du dollar dont le cours moyen s'est établi à 9,9 dirhams contre 9,4 en janvier 2015.

**Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement au mois de janvier**



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

Au niveau des dépenses d'investissement, elles ont enregistré une hausse de 37% à 11,4 milliards, consécutivement à l'accroissement de 35,9% à 10,1 milliards des transferts aux comptes spéciaux du Trésor au titre des dotations d'investissement et de 69,7% à 1,1 milliard des dépenses d'équipement des Ministères. Les dépenses d'investissement de janvier 2016 constituent un record historique, attribuable notamment aux transferts aux comptes spéciaux du Trésor qui ont représenté 61% des crédits ouverts dans la loi de finances pour cette catégorie. Par rapport au montant de 53,1 milliards programmé dans loi de finances, le flux de janvier représente 21,5%.

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

Compte tenu des évolutions des recettes ordinaires, des dépenses et du solde des comptes spéciaux du Trésor, le solde budgétaire ressort excédentaire de 66 millions, au lieu de 139 millions en janvier 2015. Compte tenu du remboursement des arriérés de paiement d'un montant de 1,3 milliard le Trésor a enregistré un déficit de caisse

de 1,2 milliard, en aggravation de 734 millions d'une année à l'autre. Ce besoin et le flux de financement intérieur net négatif de 2 milliards ont été couverts par des tirages extérieurs nets de 3,3 milliards. Les tirages extérieurs bruts proviennent essentiellement de la Banque mondiale à hauteur de 3,5 milliards et de la Banque Africaine de Développement pour 760 millions de dirhams.

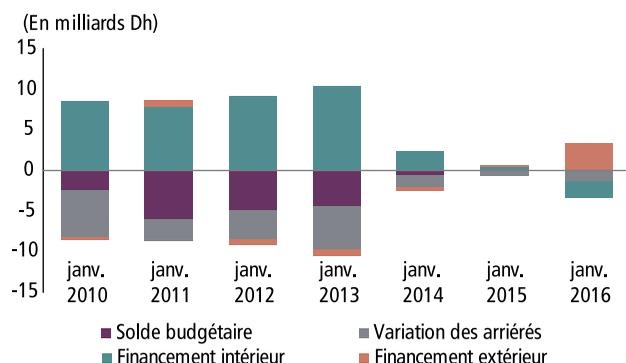
**Tableau 4.3 : Financements des déficits\***

	Janv. 2015	Janv. 2016	LF 2016	Ecart en valeur LF/ janv.16
<b>Solde ordinaire</b>	<b>-5,4</b>	<b>3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-1,3</b>
Solde primaire	-23,8	-7,2	-15,4	-8,2
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-45,1</b>	<b>-31,7</b>	<b>-42,0</b>	<b>-10,3</b>
Variation des arriérés	-3,5	-10,2		
<b>Besoin de financement</b>	<b>-48,5</b>	<b>-42,0</b>	<b>-42,0</b>	<b>0,0</b>
Financement intérieur	38,6	43,4	20,4	-23,0
Financement extérieur	7,8	-1,4	21,6	23,0
Privatisation	2,0	0,0	0,0	0,0

\* En milliards de dirhams.

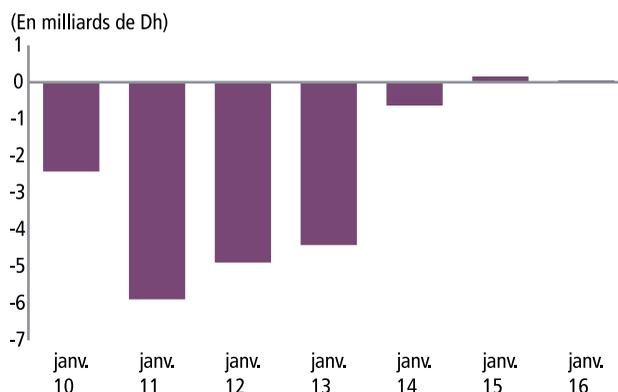
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE), calculs BAM.

**Graphique 4.5 : Solde budgétaire et financements**



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

**Graphique 4.6 : Soldes budgétaires aux mois de janvier de 2010 à 2016**



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

Les conditions de financement du Trésor sur le marché intérieur ont été globalement similaires à celles de janvier 2015. Les taux sur le marché primaire pour les émissions à 10 ans ressortent en légère hausse, passant de 3,39% à 3,60%. Les taux appliqués aux bons du Trésor à 52 semaines ont augmenté de 2 points de base (pdb) à 2,57% et ceux à 2 ans ont progressé de 8 pdb à 2,69%. En revanche, les taux des émissions à 30 ans ont connu un allègement de 8 pdb à 4,92%. Au total, le taux moyen pondéré des émissions de janvier 2016 a enregistré une progression de 4 pdb à 3,36% par rapport au taux moyen pondéré de janvier 2015.

Au niveau de la dette publique directe, les estimations basées sur les flux de financements intérieurs et extérieurs font ressortir une dette à fin 2015 autour de 64% du PIB après 63,4% en 2014, en hausse de 6,8% à 626,6 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre une baisse de 0,9 point du PIB de la dette extérieure du Trésor à 14,4%, le niveau en valeur ayant reculé de 0,3% à 140,6 milliards, et une hausse de la dette intérieure qui devrait s'établir à 49,6% du PIB ou 486 milliards après 48,2% ou 445,5 milliards en 2014.

Tableau 4.4 : Endettement du Trésor\*

	2011	2012	2013	2014	2015 Est	A fin janv. 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>140,6</b>	<b>143,9</b>
Var en %	7,8	17,4	11,1	8,7	-0,3	2,3
En % du PIB	12,1	13,8	14,4	15,3	14,4	14,5
<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>492,2</b>
Var en %	13,4	13,7	12,6	5,0	9,1	1,3
En % du PIB	40,4	44,4	47,1	48,2	49,6	49,5
<b>Encours de la dette directe</b>	<b>430,9</b>	<b>493,7</b>	<b>554,3</b>	<b>586,6</b>	<b>626,6</b>	<b>636,0</b>
Var en %	12,0	14,6	12,3	5,8	6,8	1,5
En % du PIB	52,5	58,2	61,5	63,4	64,0	64,0

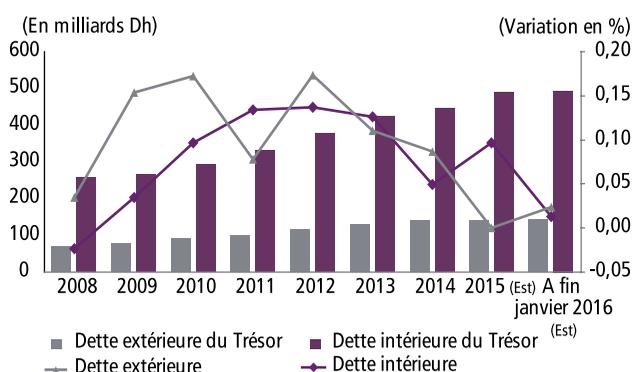
\* En milliards de dirhams, sauf indication contraire.

Sources des données : de 2011 à 2014, rapport sur la dette publique, PLF 2016. Les estimations de 2015 et 2016 se basent sur les flux des financements intérieurs et extérieurs.

-Pour le PIB, les données de 2011 à 2014 sont les estimations du HCP, celles de 2015 et 2016 sont les prévisions de BAM.

Pour ce qui est de la dette à fin janvier 2016, elle ressort globalement au même niveau qu'en 2015, soit 64% du PIB. Par composante, la dette extérieure du Trésor représente 14,5% du PIB et celle intérieure 49,5% du PIB.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

### Encadré 4.1 : Exécution budgétaire de l'année 2015

Les développements budgétaires de l'année 2015 ont fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 42,7 milliards de dirhams, en hausse de 0,8 milliard par rapport au montant prévu par la loi de finances et en allègement de 2,9 milliards comparativement à 2014. L'amélioration relevée par rapport à 2014 découle d'un recul plus marqué des dépenses comparativement à celui des ressources ordinaires. Les dépenses ordinaires ont accusé une baisse de 3,5%, consécutivement au retrait des crédits alloués aux subventions des prix. Les recettes ordinaires ont diminué de 0,5%, recouvrant une amélioration des rentrées fiscales et une régression de celles non fiscales. Le solde ordinaire est ressorti positif à 10,2 milliards, au lieu de 3,2 milliards en 2014, permettant de financer près de 17% des dépenses d'investissement.

Réalisées à hauteur de 98,5% de la loi de finances, les recettes fiscales se sont améliorées de 3,8% à 205,8 milliards. Par catégorie, les recettes des impôts directs ont augmenté de 4,1% à 80,8 milliards, recouvrant principalement la hausse des rentrées de l'IR de 8,4% à 36,8 milliards et la diminution de celles de l'IS de 0,4% à 41,3 milliards. Les impôts indirects ont drainé une recette en accroissement de 3,5% à 100,6 milliards, reflétant des augmentations de 2,5% des recettes de la TVA, à 75,3 milliards, et de 6,4% de celles des TIC à 25,4 milliards, avec en particulier une progression de 10% à 15,3 milliards des TIC sur les produits énergétiques. Pour la TVA, le produit de celle à l'importation a baissé de 1,4% à 45,8 milliards, alors que celui de la TVA à l'intérieur a progressé de 9,3% à 29,5 milliards. L'évolution de ce dernier tient compte d'une recette de 234 millions (licences 4G) et de remboursements pour un montant de 5,3 milliards à fin décembre 2015, soit quasiment le même montant remboursé à fin

décembre 2014. Après une légère amélioration en 2014, les rentrées des droits de douane ont reculé de 0,3% à 7,7 milliards, alors que le produit des droits d'enregistrement et de timbre a bondi de 7% à 16,7 milliards et ce, malgré l'effet de base lié à la réalisation d'une recette exceptionnelle en 2014.

Quant aux recettes non fiscales, leur repli est imputable en grande partie à la baisse des dons reçus des pays du CCG à 3,7 milliards en 2015 au lieu 13,1 milliards un an auparavant. Compte non tenu de ces dons, les recettes non fiscales ont progressé de 3,9%, à la faveur notamment du doublement des « recettes en atténuation de dépenses » relatives à la dette à 4,4 milliards. Les recettes de monopoles et de participations se sont repliées de 8,4% à 9 milliards.

En regard, les dépenses globales ont été exécutées à hauteur de 98,2% de la loi de finances. Elles se sont allégées de 1,4% à 282,1 milliards de dirhams, recouvrant une augmentation de 7,8% des dépenses d'investissement à 58,5 milliards et une baisse de 3,5% des dépenses ordinaires à 223,5 milliards, induite par le recul de la charge de compensation qui est revenue de 32,6 milliards à 14 milliards, en liaison avec la baisse des prix des produits pétroliers à l'international. Les dépenses de biens et services ont progressé de 4,9% à 159,7 milliards, traduisant un alourdissement des autres biens et services de 12,4% à 57 milliards, soit 96,9% de la loi de finances, et la hausse, toutefois modérée, de 1,1% à 102,7 milliards de la masse salariale. Exécutée à hauteur de 97,3% de la loi de finances, cette dernière représente une proportion au PIB de 10,5% au lieu de 11% en 2014. Quant aux intérêts de la dette, leurs dépenses se sont accrues de 10,1% à 27,3 milliards, consécutivement à l'augmentation des intérêts de la dette intérieure de 10,7% à 23,3 milliards et de ceux de la dette extérieure de 6,7% à près de 4 milliards.

Compte tenu d'une réduction des arriérés de paiement d'un montant de 6,9 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 49,6 milliards, en creusement de 1,8 milliard par rapport à l'exercice 2014. Ce besoin a été couvert principalement par des ressources intérieures à hauteur de 49,5 milliards, dont 42,9 milliards sous forme d'émission de dettes, au lieu de 36,4 milliards en 2014. Le flux de financement extérieur a été quasi-nul, reflétant des remboursements de 8,36 milliards et des tirages de 8,42 milliards.

**Tableau E 4.1.1 : Exécution budgétaire de 2015\***

	2014	2015	Ecart		Exécution / LF 2015
			en %	en valeurs	
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>234,9</b>	<b>233,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>97,3</b>
<b>Recettes fiscales*</b>	<b>198,2</b>	<b>205,8</b>	<b>3,8</b>	<b>7,6</b>	<b>98,5</b>
- Impôts directs	77,6	80,8	4,1	3,2	98,8
Dont: IS	41,5	41,3	-0,4	-0,2	96,6
IR	34,0	36,8	8,4	2,9	100,8
- Impôts indirects	97,3	100,6	3,5	3,4	95,9
TVA	73,4	75,3	2,5	1,8	93,8
TIC	23,8	25,4	6,4	1,5	102,9
- Droits de douane	7,7	7,7	-0,3	-0,02	106,1
- Enregistrement et timbre	15,6	16,7	7,0	1,1	112,1
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>33,6</b>	<b>25,0</b>	<b>-25,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>88,0</b>
- Monopoles	9,8	8,9	-8,4	-0,8	94,1
- Autres recettes	23,8	16,0	-32,7	-7,8	85,0
Dons CCG	13,1	3,7	-71,7	-9,4	28,6
<b>Recettes de certains CST</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>-7,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>98,2</b>
<b>Dépenses globales</b>	<b>286,0</b>	<b>282,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>98,2</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>231,7</b>	<b>223,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-8,2</b>	<b>94,0</b>
<b>Biens et services</b>	<b>152,3</b>	<b>159,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,4</b>	<b>97,2</b>
Personnel	101,5	102,7	1,1	1,2	97,3
Autres biens et services	50,8	57,0	12,4	6,3	96,9
<b>Intérêt de la dette publique</b>	<b>24,8</b>	<b>27,3</b>	<b>10,1</b>	<b>2,5</b>	<b>102,7</b>
<b>Compensation</b>	<b>32,6</b>	<b>14,0</b>	<b>-57,2</b>	<b>-18,7</b>	<b>61,0</b>
<b>Transferts aux CT</b>	<b>22,0</b>	<b>22,6</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>93,8</b>
<b>Solde ordinaire</b>	<b>3,2</b>	<b>10,2</b>		<b>6,9</b>	
Investissement	54,3	58,5	7,8	4,2	118,9
Solde des CST	5,4	5,6		0,2	
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-45,7</b>	<b>-42,7</b>		<b>2,9</b>	
<b>En points du PIB</b>	<b>-4,9%</b>	<b>-4,4%</b>			
<b>Solde primaire</b>	<b>-20,9</b>	<b>-15,5</b>		<b>5,4</b>	
Variation des arriérés	-2,1	-6,9			
<b>Solde de financement</b>	<b>-47,8</b>	<b>-49,6</b>		<b>-1,8</b>	
Financement intérieur	36,4	49,5		13,1	
Financement extérieur	9,3	0,1		-9,2	
Privatisation	2,0	0,0			

- Retraitements de la TVA des collectivités territoriales par BAM.

\* Chiffres en milliards de dirhams, sauf indication contraire.

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

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les comptes nationaux trimestriels, base 2007, relatifs aux composantes de la demande publiés pour la première fois en décembre dernier, font ressortir au troisième trimestre une augmentation de 3,3% de la consommation finale des ménages, un repli de 2,1% de celle des administrations publiques et une hausse de 3,8% de l'investissement. L'évolution récente des données infra-annuelles disponibles indique que la demande intérieure aurait connu un ralentissement au quatrième trimestre 2015 qui devrait se poursuivre au premier trimestre 2016. Compte tenu d'une contribution inchangée des exportations nettes à la croissance au quatrième trimestre, le PIB aurait cru de 4%. Sur l'ensemble de l'année de 2015, la croissance économique aurait été de 4,2%, soit une révision à la baisse par rapport à la prévision de 4,5% publiée dans le Rapport sur la politique monétaire de décembre 2015, suite notamment à une progression moins importante que prévue des activités non agricoles.

Cette évolution s'est reflétée au niveau de la situation sur le marché de travail avec une création d'emplois limitée à 29.000 postes au quatrième trimestre. Toutesfois, reflétant une baisse de 0,9 point du taux d'activité, le taux de chômage a enregistré une diminution de 0,5 point de pourcentage à 9,2%. Concernant les coûts du travail, reflétant en partie la revalorisation de 5% du SMIG en juillet, l'indice des salaires dans le secteur privé s'est accru au cours du quatrième trimestre de 5,5% en termes nominaux et de 4,5% en termes réels.

Dans ces conditions, l'output-gap non agricole continue d'évoluer au-dessous de zéro, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande.

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

Les comptes nationaux trimestriels, base 2007, relatifs aux composantes de la demande publiés par le HCP pour la première fois en décembre dernier, font ressortir un accroissement de 3,3% au troisième trimestre 2015 de la consommation finale des ménages après 3,6% un an auparavant. Ainsi, sa contribution à la croissance s'est élevée à 2 points de pourcentage contre 2,2 points un an auparavant.

Au quatrième trimestre 2015, les indicateurs disponibles laissent entrevoir une hausse de 2,9% de la consommation des ménages contre une progression de 2,6% au même trimestre un an auparavant. Elle devrait continuer de profiter de l'amélioration temporaire des revenus agricoles, tirés notamment par une campagne céréalière exceptionnelle de 115 millions de quintaux, ainsi que de la revalorisation de 5% du SMIG opérée au mois de juillet.

**Tableau 5.1 : Evolution des composantes de la demande et de l'offre (prix chaînés base 2007, en %)**

	2015			2016	
	T1	T2	T3	T4 p	T1 p
Consommation finale des ménages	3,6	2,4	3,3	2,9	1,7
Consommation des Administrations publiques	0,1	-1,2	-2,1	-2,0	0,4
Investissement	-4,5	5,2	3,8	4,0	1,8
Exportations de B & S	2,5	2,3	3,7	7,0	2,4
Importations de B & S	-5,2	-1,2	-1,2	1,0	3,7
<b>PIB</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>	<b>1,1</b>
VA agricole	12,0	14,9	15,9	15,4	-8,9
<b>PIB non agricole</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
Impôts sur les produits nets des subventions	13,0	14,4	12,3	14,0	11,0
VA non agricole	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5

Sources : HCP et prévisions BAM.

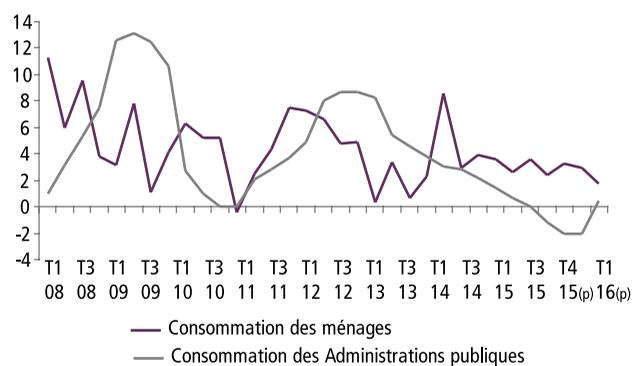
Sur l'ensemble de l'année 2015, la consommation des ménages aurait maintenu son rythme de croissance autour de 3%, à la faveur notamment de l'amélioration des revenus agricoles.

En 2016, la consommation finale des ménages devrait pâtir du repli des revenus agricoles et de la persistance de la faiblesse de la croissance non agricole, qui se maintient encore à un niveau en deçà de son potentiel. Tenant compte d'une production céréalière prévue à 38 millions de quintaux<sup>1</sup> pour la campagne actuelle, elle devrait s'accroître de 1,7% au premier trimestre de cette année.

Concernant la consommation finale des Administrations publiques, son évolution devrait maintenir sa tendance baissière entamée depuis le premier trimestre 2013. Ainsi, elle devrait connaître une troisième diminution consécutive au quatrième trimestre 2015.

**Graphique 5.1 : Evolution des dépenses de consommation**

(en %)



Sources : HCP et prévisions BAM

S'agissant des prévisions au titre du premier trimestre de l'année en cours, sous l'hypothèse d'une poursuite de la hausse enregistrée au mois de janvier des dépenses de fonctionnement du Trésor, la consommation des Administrations publiques devrait s'accroître de 0,4%.

### 5.1.2 Investissement

Au quatrième trimestre 2015, l'investissement aurait augmenté de 4% contre un repli de 1,6% un an auparavant et sa progression sur l'ensemble de l'année 2015 aurait atteint 2,1%, un rythme largement inférieur à son niveau historique. Au premier trimestre 2016, son rythme devrait décélérer à 1,8%.

<sup>1</sup> Etablie sur la base des données climatiques et de l'indice de végétations arrêtée à fin février.

Cette évolution est corroborée par les données de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib qui indiquent qu'en dépit d'un climat général des affaires jugé défavorable au quatrième trimestre, les dépenses d'investissement dans l'ensemble des branches auraient enregistré une hausse, à l'exception du « textile et cuir » où elles auraient été en baisse.

Ces développements interviennent dans un contexte de baisse pour le cinquième trimestre consécutif des taux débiteurs appliqués par les banques à leur clientèle non financière au titre des crédits à l'équipement, revenant à 4,76%, soit un repli cumulé de 125 points de base. En revanche, le crédit immobilier poursuit sa décélération avec un accroissement limité à 1,7% à fin décembre, reflétant notamment la poursuite du recul des crédits accordés aux promoteurs immobiliers. De plus, après trois trimestres successifs de repli, les taux débiteurs appliqués aux crédits immobiliers ont enregistré une légère hausse de 8 points de base d'un trimestre à l'autre.

Pour ce qui est des dépenses d'investissement du Trésor, elles ont connu des augmentations de 20,4% au quatrième trimestre et de 37% en janvier 2016 contre 5,3% et -6,7% respectivement une année auparavant.

## 5.2 Demande extérieure

Au quatrième trimestre 2015, la contribution à la croissance des exportations nettes de biens et services se serait stabilisée à 1,7 point de pourcentage pour le deuxième trimestre successif. Ceci traduit un renforcement aussi bien des exportations que des importations.

En effet, les exportations de biens et services en termes réels auraient cru de 7% au quatrième trimestre 2015, à la faveur notamment d'un effet de base favorable et ce, après une hausse moyenne de 2,8% au cours

des trois premiers trimestres. Pour leur part, les importations de biens et services en termes réels ont renoué avec la croissance au quatrième trimestre, avec une augmentation de 1% après une baisse moyenne de 2,5% au cours des trois premiers trimestres de 2015.

Au total, compte tenu d'une participation de 2,3 points de pourcentage des composantes de la demande intérieure, la croissance du PIB aurait été de 4% au quatrième trimestre 2015.

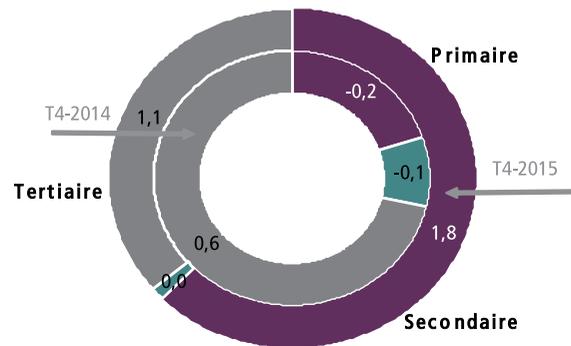
Au premier trimestre 2016, les exportations nettes devraient contribuer négativement à la croissance économique, sous l'effet d'un accroissement plus important des importations par rapport à celui des exportations. Tenant compte d'une participation à la croissance de 2 points de pourcentage de la demande intérieure, le PIB devrait s'accroître de 1,1%.

### 5.3 Offre globale

Les évolutions sectorielles de l'activité économique font état au quatrième trimestre 2015 d'un renforcement des activités primaires, parallèlement à la décélération des activités secondaires et tertiaires.

La valeur ajoutée agricole se serait ainsi crue de 15,4% au quatrième trimestre contre une baisse de 1,3% un an auparavant. Cette performance a pour origine une nette amélioration de la composante céréalière, reflétant un record historique de 115 millions de quintaux de la production céréalière.

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

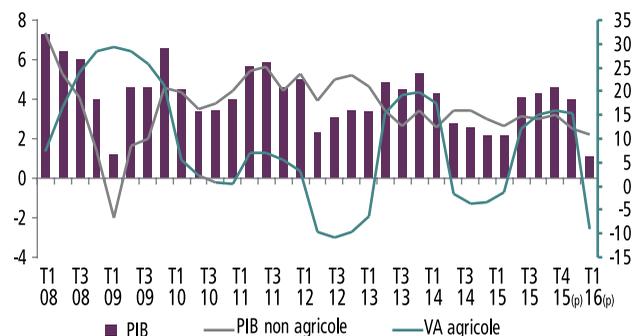


Sources : HCP et prévisions BAM.

En parallèle, la progression des activités non agricoles auraient connu un ralentissement à 1,5% et les impôts nets des subventions sur les produits auraient été en hausse de 14%. Dans ces conditions, la croissance du PIB non agricole se serait située à 2,5%.

Pour l'ensemble de l'année 2015, la croissance du PIB aurait atteint 4,2%, soit une révision à la baisse par rapport aux prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire de décembre, avec une progression maintenue à 14,5% de la valeur ajoutée agricole et une légère révision à la baisse de celle du PIB non agricole, revenue de 3,3% à 3%.

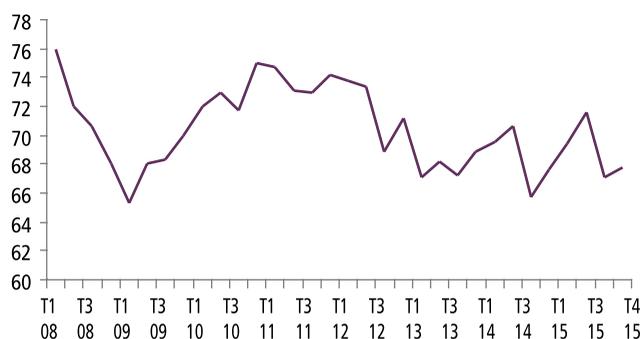
**Graphique 5.3 : Évolution en glissement annuel du PIB (prix chaînés, en %)**



Sources : HCP et prévisions BAM.

En particulier, la valeur ajoutée des industries de transformation se serait contractée de 0,8% au quatrième trimestre au lieu 0,5% au même trimestre de l'année précédente. En effet, le taux d'utilisation des capacités de production est resté inchangé par rapport au même trimestre de l'année précédente à 68% et les ventes d'électricité à haute et moyenne tensions se sont inscrites en ralentissement, d'un an à l'autre, enregistrant une progression de 2,2% contre 2,6% au quatrième trimestre 2014.

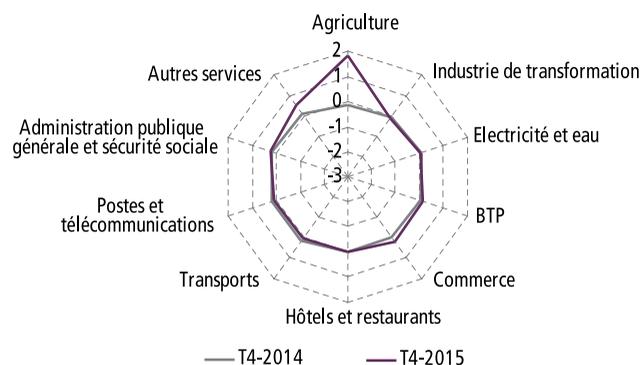
**Graphique 5.4 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (en %)**



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

Pour le BTP, sa valeur ajoutée aurait connu une relative amélioration de 2,1% au quatrième trimestre au lieu de 0,9% au même trimestre de 2014. En effet, les ventes de ciment se sont accrues de 9,9% après une baisse de 4,4% une année auparavant. Toutefois, les crédits aux promoteurs immobiliers ont poursuivi leur repli.

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



Sources : HCP et prévisions BAM.

Pour ce qui est des activités tertiaires, la branche des postes et télécommunications aurait cru à un rythme inférieur à celui de l'année précédente soit 3% au lieu de 6,2%. Les données disponibles au quatrième trimestre font ressortir une baisse de 2,3%, la plus importante depuis 2004, du nombre d'abonnés au parc de la téléphonie mobile ainsi qu'une poursuite du recul, entamé au deuxième trimestre 2011, du parc de la téléphonie fixe.

S'agissant des activités touristiques, la valeur ajoutée de la branche hôtels et restaurants aurait été au quatrième trimestre en baisse de 0,7% contre celle de 0,3% un an auparavant. Les recettes voyages ont connu, en effet, un repli de 2,2% après celui de 2,6% au même trimestre de 2014 et les arrivées touristiques ont accusé une diminution de 4,7% après celle de 4,6%. Cette branche devrait poursuivre sa contreperformance négative en liaison notamment avec le climat d'insécurité dans certains pays de la région.

Au total, les éléments disponibles font ressortir au premier trimestre 2016 une croissance limitée à 1,1% du PIB sous l'effet d'une baisse de 8,9% de la valeur ajoutée agricole, traduisant notamment un net repli de sa composante céréalière, ainsi qu'une progression limitée de 2,2% du PIB non agricole, recouvrant une hausse de 11% des impôts sur les produits nets des subventions et une stagnation à 1,5% de la valeur ajoutée non agricole.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

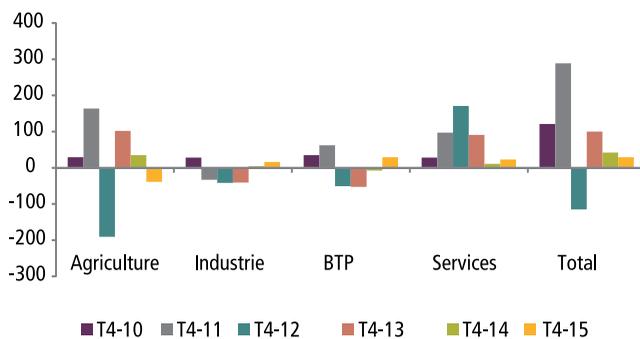
Au cours du quatrième trimestre 2015, le marché du travail a été caractérisé par un repli de 0,3% de la population active âgée de 15 ans et plus à près de 11,8 millions de personnes. Cette évolution recouvre une diminution de 0,7% en zones rurales et une

quasi-stagnation en milieu urbain. Tenant compte de l'évolution démographique, le taux d'activité a poursuivi sa tendance baissière à un rythme plus accentué, s'établissant à 46,9% contre 47,8% une année auparavant. Par milieu de résidence, ce taux est revenu de 41,6% à 40,8% en milieu urbain et de 57,4% à 56,6% en zones rurales.

Les créations d'emplois sont demeurées faibles, s'élevant à 29.000 nouveaux postes, résultat d'une création de 39.000 postes en milieu urbain et d'une perte de 10.000 postes en zones rurales. Dans ces conditions, la population active occupée a légèrement augmenté de 0,3% et le taux d'emploi s'est replié de 43,1% à 42,6% au niveau national, de 35,5% à 35% en milieu urbain et de 55,1% à 54,6% en zones rurales.

Par secteur, le BTP a été le principal pourvoyeur d'emplois avec une création de 29.000 postes devant les services avec 23.000 postes et l'industrie y compris l'artisanat avec 16.000 postes. A l'inverse, et en dépit d'une production céréalière record, le volume d'emplois du secteur agricole a poursuivi sa baisse pour le troisième trimestre consécutif, avec une perte de 39.000 postes.

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



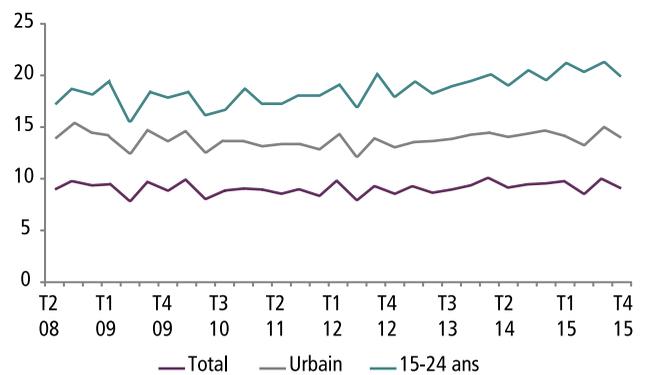
Source : HCP.

## 5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a reculé au quatrième trimestre de 6%, pour s'établir à 1,08 millions de

personnes. Le taux de chômage a ainsi diminué de 0,5 point de pourcentage à 9,2% globalement, de 0,7 point à 14,1% en milieu urbain et de 0,5 point à 3,5% en zones rurales. Cette évolution a concerné les tranches d'âge de 35 à 44 ans et les 45 ans et plus, dont les taux sont revenus respectivement de 6,3% à 4,9% et de 3,1% à 2,1%. En revanche, le taux de chômage s'est aggravé de 19,7% à 20% chez les jeunes de 15 à 24 ans et de 13,6% à 13,9% chez les personnes âgées de 25 à 34 ans.

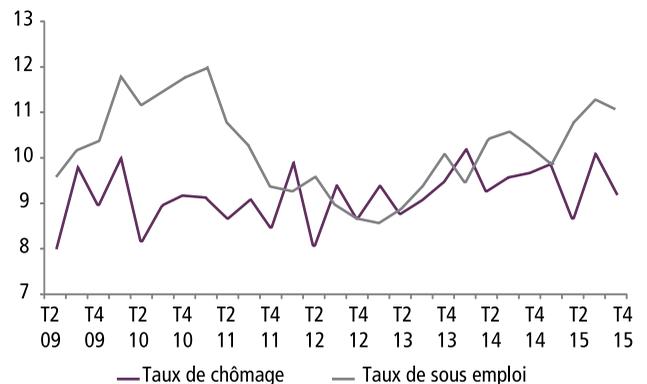
**Graphique 5.7 : Evolution du taux de chômage (en %)**



Source : HCP.

S'agissant du sous-emploi<sup>2</sup>, il a poursuivi sa hausse entamée depuis le troisième trimestre 2013, avec un taux passant de 10,3% à 11,1%, contribuant ainsi à l'atténuation de l'aggravation du taux de chômage. Cette augmentation a concerné aussi bien le milieu urbain que rural.

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



Source : HCP.

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

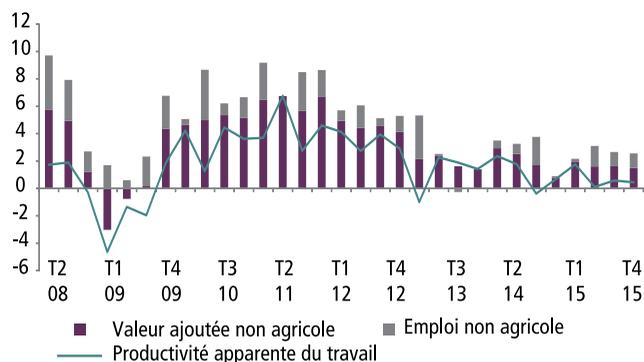
Par secteur d'activité, les services ont connu la plus importante progression du taux de sous-emploi avec 1,2 point de pourcentage à 10,7%, suivi par l'agriculture avec 0,9 point à 10,8% et l'industrie avec 0,5 point à 8,2%. Le secteur du BTP, qui demeure le plus concerné par ce phénomène, a accusé, en revanche, une baisse de 0,5 point à 17,6%.

Pour l'ensemble de l'année 2015, le taux de chômage a reculé de 9,9% à 9,7% dans un contexte de baisse du taux d'activité de 48% à 47,4% parallèlement à une faible création d'emplois de 33.000 postes. Ces nouveaux postes sont le résultat d'une augmentation du volume d'emploi de 32.000 postes dans les services, de 18.000 postes dans le BTP, de 15.000 dans l'industrie y compris l'artisanat et d'une perte de 32.000 postes dans le secteur agricole.

### 3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles<sup>3</sup>, a affiché un ralentissement de son rythme d'accroissement à 0,4% au quatrième trimestre 2015 après 0,7% un an auparavant. Ce faible rythme reflète notamment le manque de dynamisme de l'activité non agricole dont la croissance devrait se limiter à 1,5% au cours du même trimestre.

**Graphique 5.9 : Productivité apparente de travail, valeur ajoutée et emploi non agricoles (variation en %)**

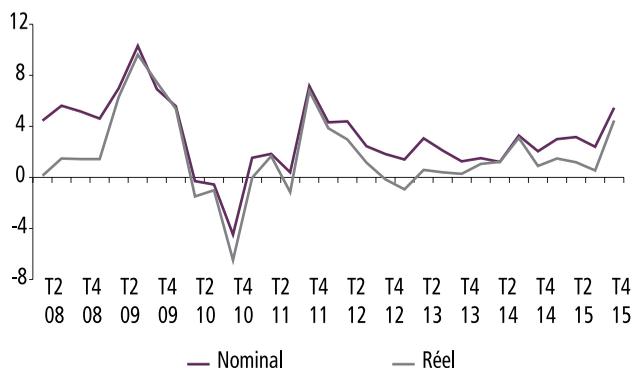


Sources : HCP et calculs BAM.

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

S'agissant de l'évolution des salaires, l'indice des salaires moyens, calculé sur la base des données de la CNSS, a progressé au quatrième trimestre 2015 de 5,5% en termes nominaux et de 4,5% en termes réels.

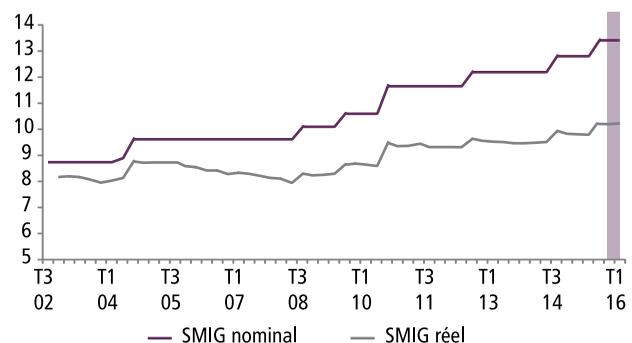
**Graphique 5.10 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources: CNSS et calculs BAM.

Cette augmentation refléterait en partie la revalorisation de 5% du SMIG en juillet 2015 à 13,46 dhs/h. En termes réels, ce dernier s'est accru, en glissement annuel, de 3,8% au quatrième trimestre 2015 et devrait progresser de 4,2% au premier trimestre 2016.

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



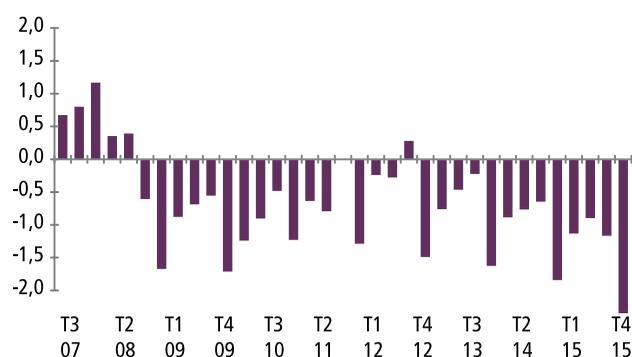
Sources : Ministère de l'Emploi et de la Formation Professionnelle et calculs BAM.

**Tableau 5.2 : Evolution des principaux indicateurs du marché de travail**

	T4- 2015	T4-2014	
<b>Taux d'activité (en %)</b>	<b>47,8</b>	<b>46,9</b>	
Urbain	41,6	40,8	
Rural	57,4	56,6	
<b>Taux de chômage (en %)</b>	<b>9,7</b>	<b>9,2</b>	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	14,8	14,1	
Urbain	4,0	3,5	
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	19,7	20,0	
Rural	36,7	38,9	
<b>Créations d'emplois (en milliers)</b>	<b>42</b>	<b>29</b>	
Urbain	20	39	
Rural	22	-10	
Secteurs			
Agriculture	35	-39	
Industrie y compris l'artisanat	4	16	
BTP	-8	29	
Services	11	23	
<b>Productivité apparente non agricole (variation en %)</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	
	T4- 2015	T3-2014	
<b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>	Nominal	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
	Réel	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>

Source : HCP.

Au total, l'output gap a évolué conformément aux perspectives présentées dans le dernier RPM de décembre. Il est resté négatif au cours du troisième trimestre et devrait continuer d'afficher, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, des valeurs négatives au cours du quatrième trimestre 2015 et du premier trimestre 2016.

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

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

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

La tendance baissière de l'inflation observée ces derniers mois devrait se poursuivre à court terme. Ainsi, l'inflation a progressivement baissé de 0,9% en novembre à 0,3% en janvier 2016. Cette décélération est liée principalement à la diminution de 3,1% des prix des produits alimentaires à prix volatils en janvier 2016 après le recul de leur rythme de progression de 4,7% en novembre à 1,7% en décembre 2015. Le repli de l'inflation a été atténué par la baisse moins marquée, durant les trois derniers mois, des prix des carburants et lubrifiants, en dépit du reflux important des cours des produits pétroliers. Pour leur part, les prix des produits réglementés ainsi que l'inflation sous-jacente ont connu une légère décélération, sans impacter significativement l'évolution des prix.

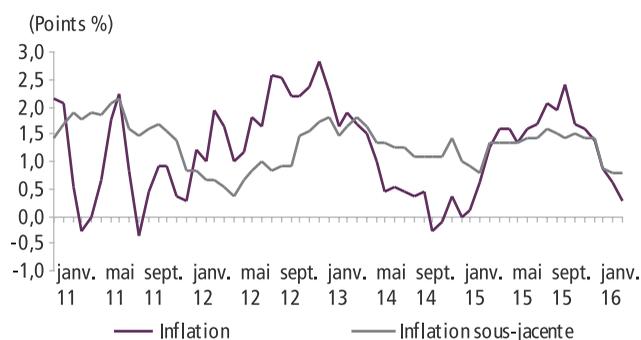
L'inflation devrait de nouveau ralentir au premier trimestre 2016. Elle s'établirait à 0,5% au lieu de 1,1% prévu en décembre 2015. Cette révision reflète principalement les effets du report de la réforme programmée de la subvention du sucre, de l'annulation des hausses prévues des tarifs de distribution de l'eau en janvier 2016 ainsi que l'effet du reflux plus important que prévu des cours des produits pétroliers et des prix des produits alimentaires à prix volatils.

### 6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation a poursuivi sa décélération entamée depuis août 2015. Ainsi, elle est revenue de 0,9% en novembre à 0,6% en décembre avant de s'établir à 0,3% en janvier 2016. Ce ralentissement est lié principalement à l'accentuation de la tendance baissière de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils, observée depuis le deuxième semestre de l'année 2015, atténué par la baisse moins marquée des prix des carburants et lubrifiants au cours de ces trois derniers mois.

Pour leur part, la progression des prix des produits réglementés ainsi que l'inflation sous-jacente n'ont que légèrement décéléré, maintenant constantes leurs contributions à l'inflation entre novembre 2015 et janvier 2016.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

(En %)	Glissement mensuel (%)			Glissement annuel (%)		
	nov 15	déc. 15	janv. 16	nov 15	déc. 15	janv. 16
<b>Inflation</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	-3,8	0,0	-1,5	4,7	1,7	-3,1
- Carburants et lubrifiants	-1,2	-0,9	-2,3	-20,7	-14,3	-3,8
-Produits réglementés	-0,1	0,0	0,6	1,2	1,2	1,1
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>
- Produits alimentaires	0,0	0,0	0,1	0,7	0,7	0,7
- Articles d'habillement et chaussures	0,4	0,4	0,0	0,8	0,8	1,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,2	0,0	0,0	1,3	1,1	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4
- Santé*	0,5	0,4	-0,2	1,3	1,7	1,2
- Transport*	-0,1	-0,2	0,2	0,4	0,3	0,5
- Communication	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,0	0,0
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	0,1	0,6	0,5	0,6
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,1	2,1	2,1
- Restaurants et hôtels	0,2	0,3	0,0	2,4	2,7	2,3
- Biens et services divers	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4

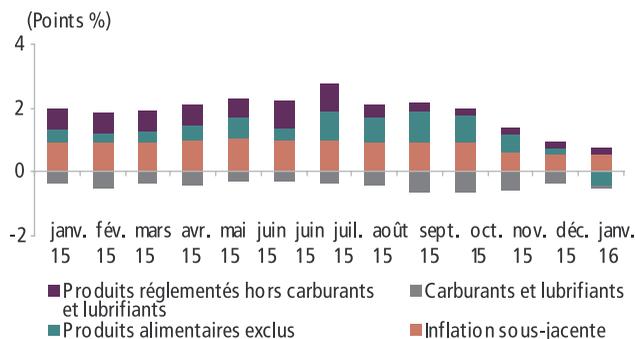
\* Hors produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

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

L'inversion de la tendance de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils passant d'une hausse de 4,7% en novembre à une baisse de 3,1% en janvier 2016 a constitué le principal déterminant du recul de l'inflation au cours des trois derniers mois. En effet, cette composante qui a contribué à hauteur de 0,6 point de pourcentage à l'inflation au cours des 10 premiers mois de 2015, n'a participé que de 0,2 point de pourcentage en décembre et de -0,4 point de pourcentage en janvier. Son évolution est imputable à la régression des prix des légumes frais de 12,4% en janvier, ceux des poissons frais de 1% et ceux des céréales non transformés de 2,8%.

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



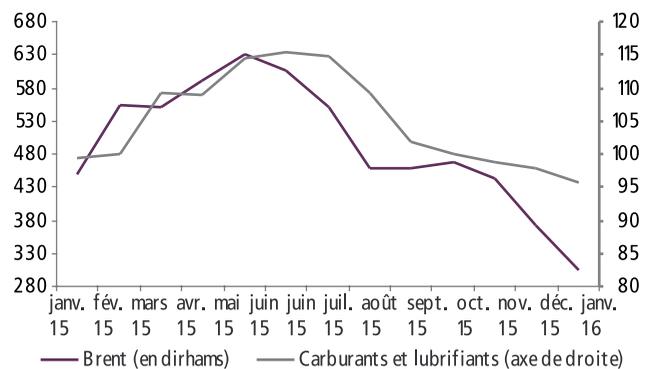
Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont connu une atténuation de leur repli à 3,8% en janvier au lieu de 16,1% en moyenne en 2015. Cette atténuation de la baisse reflète, d'une part, la dissipation de l'effet de la forte régression mensuelle des prix des carburants en janvier 2015. D'autre part, elle résulte de la transmission partielle du reflux observé des cours internationaux du Brent aux prix des carburants et lubrifiants à partir de décembre 2015, date de la libéralisation totale des prix des produits pétroliers. En effet, comparé à l'évolution des prix qui auraient prévalu dans le cadre de l'indexation, le recul observé

des prix des carburants et lubrifiants laisse présager une transmission incomplète de l'évolution des cours internationaux vers les prix à la pompe.

Quant aux prix des produits réglementés, ils se sont accrus à un rythme quasi stable, soit 1,2% en novembre et décembre et 1,1% en janvier.

**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.

### Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2015

L'inflation a enregistré une nette progression en 2015, s'établissant à 1,6% contre 0,4% un an auparavant.

Cette accélération résulte essentiellement de la hausse de 4,3% des prix des produits alimentaires à prix volatils contre une baisse de 5,6% en 2014. Elle reflète également l'accroissement de 1,7% à 2,9% de la hausse des tarifs des produits réglementés hors carburants et lubrifiants.

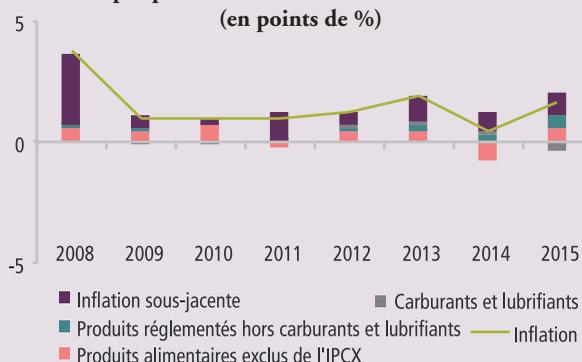
En effet, les prix de l'électricité et des services de « l'alimentation en eau et assainissement » ont progressé de 6,6% et de 8,9% après 3% et 6,3% en 2014, suite à l'ajustement des structures de leur tarification. Les tarifs des tabacs ressortent, également, en hausse de 4% au lieu de 1,7% en

2014 suite à leur révision désormais programmée dans le cadre de la loi des finances 2013 et ceux du transport routier des passagers ont progressé de 2,3%, reflétant la progression enregistrée en octobre 2014 en réponse à la hausse du prix du gasoil elle-même consécutive à la suppression partielle de la subvention du gasoil.

Néanmoins, la transmission du reflux des cours internationaux du pétrole aux prix à la pompe s'est traduite par un recul des prix des carburants et lubrifiants de 16,1% au lieu d'une progression de 7% un an auparavant.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est légèrement accélérée de 1,2% à 1,3%, orientée essentiellement par l'augmentation de 0,9% à 1,3% de l'inflation des biens non échangeables. Cette dernière est imputable principalement à la hausse de 0,6% des prix des « viandes fraîches » après une baisse de 0,9% et à la stagnation des prix des « services de téléphonie et de télécopie » après un recul de 5,5% un an auparavant. De son côté, l'inflation des biens échangeables s'est maintenue à 1,4%, l'impact de la hausse des cours du blé dur sur les prix des produits à base de céréales ayant contrebalancé les effets de la persistance des pressions désinflationnistes au niveau international et de la baisse des cours des principales matières premières.

**Graphique E6.1.1: Contributions à l'inflation (en points de %)**



Sources : HCP et calculs BAM.

## Encadré 6.2 : Libéralisation des produits pétroliers liquides et impact sur la composition de l'inflation sous-jacente

En dépit de la suppression des subventions des produits pétroliers liquides en 2014, les prix des carburants à la pompe sont restés homologués tout au long des onze premiers mois de l'année 2015. En effet, le Gouvernement et les distributeurs des produits pétroliers ont ratifié, le 26 décembre 2014, un accord d'homologation des prix de produits pétroliers dans une perspective de libéralisation totale du marché des produits pétroliers à partir du 1er décembre 2015. Cet accord, souligne un ensemble d'engagements pour les deux parties et a pour principal objectif d'accompagner les professionnels dans la fixation des prix en poursuivant l'annonce des prix des produits pétroliers par le Gouvernement le 1er et le 16 de chaque mois pour une période transitoire allant du 1er janvier au 30 novembre 2015.

A l'issue de cette période, la libéralisation des prix des produits pétroliers liquides est devenue effective achevant ainsi le processus de démantèlement du système de compensation de ces produits. Les évolutions des prix à la pompe devraient, depuis, refléter, en plus de la dynamique des cours internationaux énergétiques et de celle du taux change, l'effet de la concurrence entre les différents distributeurs du secteur.

## Traitement des produits pétroliers au niveau de l'analyse de l'inflation

Les prix des carburants et lubrifiants sont désormais considérés libéralisés et ne devraient plus faire partie de la composante des produits réglementés. Cette dernière, qui représentait 20,9% de l'IPC, ne constituera plus que 18,4% à partir de décembre 2015.

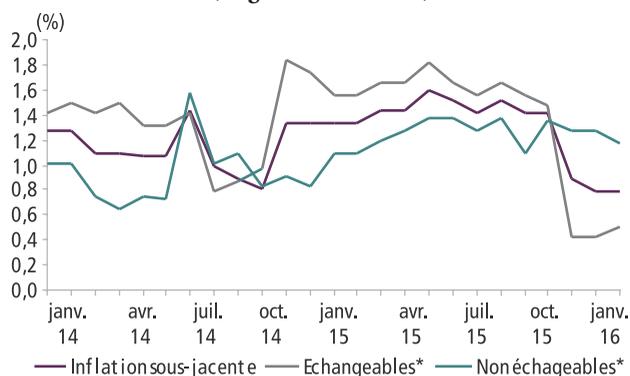
Toutefois, leur synchronisation avec les évolutions des cours mondiaux des produits énergétiques devrait impliquer une volatilité plus importante de leur prix, ce qui constitue une première limite à leur intégration dans l'inflation sous-jacente. En outre, à l'image des pratiques d'un échantillon de pays à prix énergétiques libres, ces derniers demeureront exclus de l'IPCX. Ainsi, désormais dans les publications de BAM, les prix des carburants et lubrifiants seront analysés séparément sans toutefois les inclure dans l'inflation sous-jacente.

Ancienne décomposition	décomposition actuelle
<b>Inflation</b>	<b>Inflation</b>
Produits alimentaires à prix volatils	Produits alimentaires à prix volatils
Produits réglementés	Produits réglementés
Inflation sous-jacente	Carburants et lubrifiants
	Inflation sous-jacente

### 6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente est restée quasi inchangée à 0,8% entre novembre et janvier reflétant la stabilité de l'inflation des échangeables (IPCXE) et de celle des non échangeables (IPCXNE). Elle ressort toutefois en décélération par rapport à sa moyenne de 1,4% enregistrée au cours des dix premiers mois de 2015.

**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.

Ce ralentissement est lié à la décélération de l'inflation des échangeables à 0,4% à partir de novembre au lieu de 1,6% durant les dix premiers mois de 2015, elle-même imputable à la baisse de 0,7%, contre une hausse de 5,9%, des prix des « produits à base de céréales ».

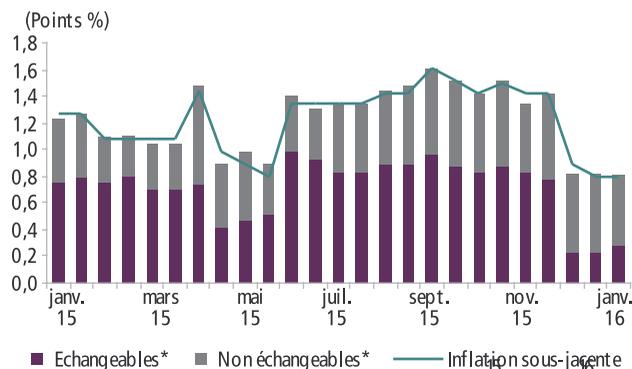
**Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX**

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	nov. 15	déc. 15	janv. 16	nov. 15	déc. 15	janv. 16
Biens échangeables	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4	0,5
Biens non échangeables	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3	1,2

Sources : HCP et calculs BAM.

La contribution des échangeables à l'inflation sous-jacente s'est ainsi limitée à 0,2 point de pourcentage au lieu 0,9 point entre janvier et octobre 2015. Pour leur part, les prix des produits non échangeables continuent d'évoluer autour de 1,2%, maintenant leur contribution à l'inflation sous-jacente à 0,6 point de pourcentage.

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

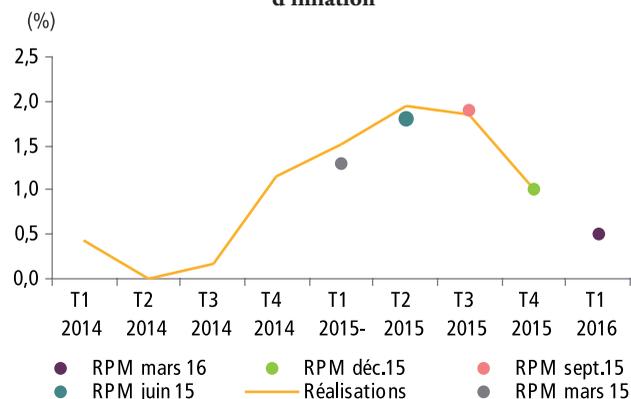


Sources : HCP et calculs BAM.

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

La tendance baissière de l'inflation devrait se poursuivre au cours du premier trimestre 2016. Tenant compte de la réalisation de l'IPC du mois de janvier 2016, l'inflation devrait s'établir à 0,5% au lieu de 1% au quatrième trimestre 2015. Ce ralentissement serait lié à une diminution de 0,3% des prix des produits alimentaires volatils au premier trimestre 2016, qui devrait se traduire par la neutralisation de leur contribution à l'inflation. En effet, le recul observé des prix des produits alimentaires en janvier devrait plus que compenser les hausses prévues à partir des prix de gros des produits alimentaires frais issus du système ASAAR du Ministère de l'Agriculture. La décélération de l'inflation devrait résulter également du repli prévu de l'inflation sous-jacente de 1% au quatrième trimestre 2015 à 0,8% au premier trimestre 2016, ramenant ainsi sa contribution à l'inflation à 0,5 point de pourcentage au lieu de 0,7 point un trimestre auparavant. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants devraient ramener leur rythme d'évolution annuel à 8,2% au titre du premier trimestre 2016 au lieu de -19,3% le trimestre précédent. Pour leur part, les produits réglementés évolueraient à un rythme quasi identique à celui du trimestre précédent, soit 1,1%.

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

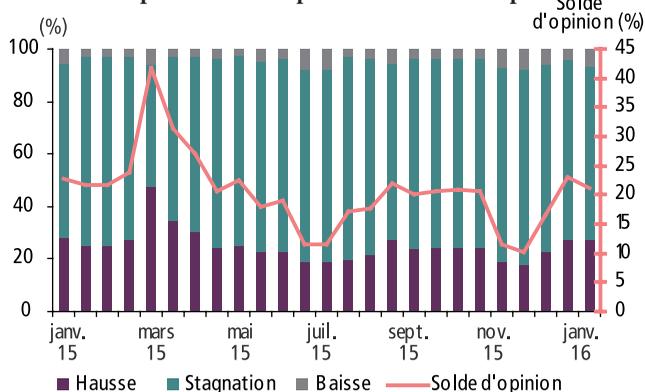


Sources : BAM.

## 6.3. Anticipations de l'inflation

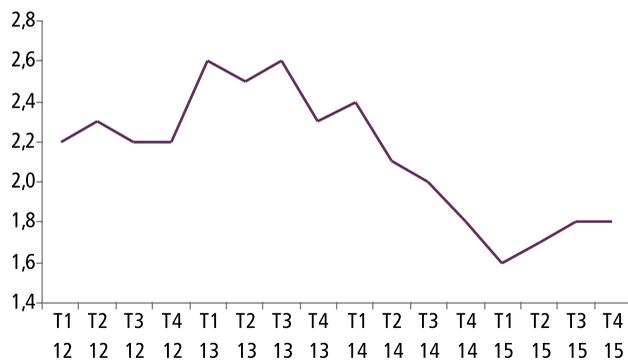
Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de janvier 2016, font ressortir que 66% des industriels anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que 27% des chefs d'entreprises projettent une progression des prix et 6% seulement d'entre eux tablent sur une régression, soit un solde d'opinion de 21%.

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



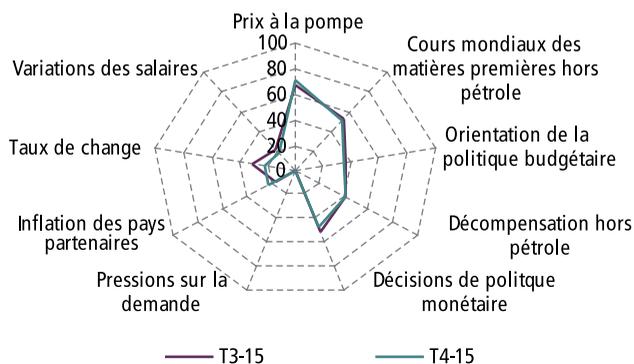
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation du 4ème trimestre 2015 indiquent que les experts du secteur financier anticipent une augmentation modérée de l'inflation à l'horizon du premier trimestre 2017.

**Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation à 6 trimestres par les experts du secteur financier**

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

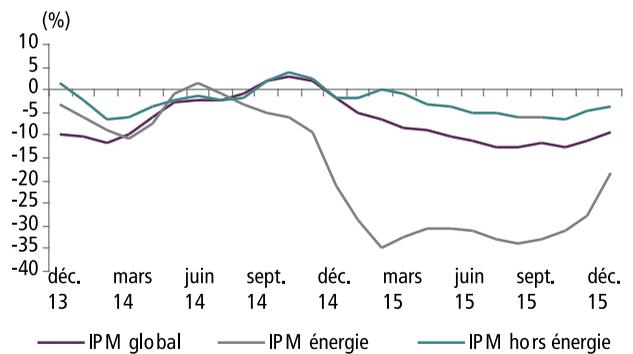
Ces experts s'accordent sur le rôle des évolutions futures des prix à la pompe et des cours mondiaux des matières premières comme principaux déterminants de cette évolution future de l'inflation.

**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.

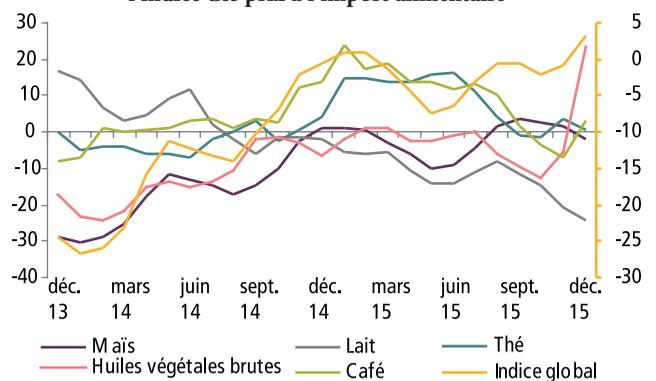
## 6.4. Prix à l'importation et à la production

En glissement annuel, les prix à l'import hors énergie ont poursuivi leur reflux entamé depuis décembre 2014, avec un repli de 3,7% en décembre 2015 après celui de 4,5% en novembre.

**Graphique 6.10 : Evolution de l'indice des prix à l'import global et hors énergie (en glissement annuel)**

Source : Office de Change et calcul BAM.

Cette évolution résulte principalement de l'atténuation de la baisse de 6,3% à 4,9% de l'indice des prix à l'import des demi-produits, reflétant une diminution de 4% des prix des matières plastiques artificielles, après celle de 8,4% un mois auparavant. Pour sa part, le recul des prix à l'import des produits miniers est passé de 7,3% en novembre à 7,5% en décembre, sous l'effet de l'accroissement de 9,6% à 11,7% du repli des prix du soufre brut. Les prix à l'import des produits alimentaires ont, quant à eux, vu leur rythme de progression s'atténuer de 18,9% à 3%, suite essentiellement au ralentissement de la hausse de 43,7% à 6,2% des prix à l'import du blé.

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

(\*) Hors prix du blé et du sucre

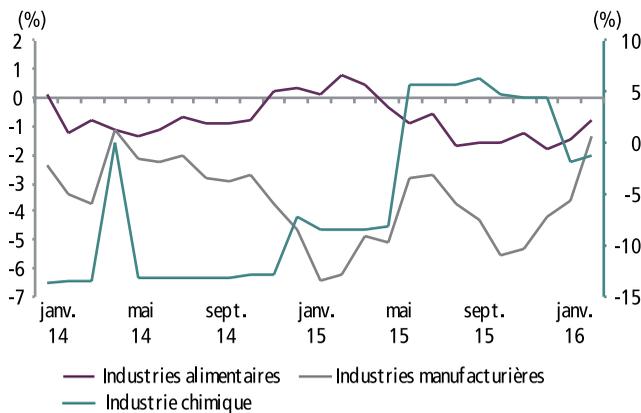
Source : Office de Change et calcul BAM.

Sur l'ensemble de l'année 2015, les prix à l'import hors énergie ont accusé une baisse de 3,8% après celle de

1,8%, recouvrant un repli des prix à l'import des demi-produits qui a plus que compensé l'augmentation des ceux des produits alimentaires et miniers.

Pour leur part, les prix à la production des industries manufacturières ont enregistré une baisse mensuelle de 0,2% en janvier 2016.

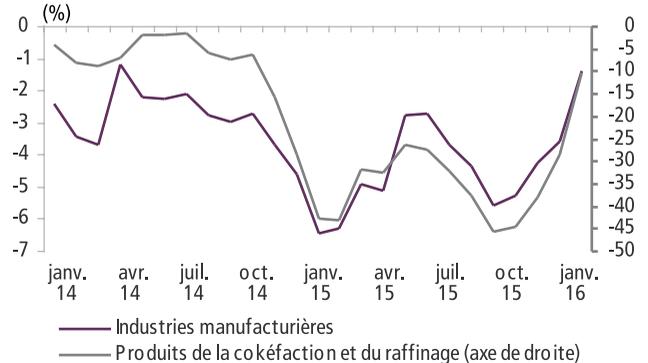
**Graphique 6.12 : Evolution des indices des prix à la production industrielle (en glissement annuel)**



Sources : HCP.

Par branche, ce recul reflète principalement les régressions des prix de 1,3% pour l'industrie de « Cokéfaction et raffinage », de 0,6% pour les « produits chimiques » et de 0,2% pour « l'industrie alimentaire », qui ont plus que compensé le renchérissement des prix à la production des « produits en caoutchouc et en plastique ». En glissement annuel, baisse des prix à la production industrielle ressort à 1,4% en janvier au lieu de 4,2% en novembre et 3,6% en décembre.

**Graphique 6.13 : Evolution des indices des prix à la production de la cokéfaction et raffinage et des cours internationaux du Brent (en glissement annuel)**



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

### Synthèse

Les perspectives de l'économie mondiale devrait se caractériser en 2016 et 2017 par une reprise plus lente que prévue en décembre. En particulier, l'activité dans la zone euro devrait ralentir en 2016 avant de s'accélérer en 2017, en lien notamment avec les effets positifs des mesures d'assouplissement monétaire. Par ailleurs, et sous l'hypothèse du maintien par la FED de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux stable jusqu'à décembre 2016, la parité euro/dollar devrait se stabiliser à son niveau de 2015 sur l'horizon de prévision. Les projections à moyen terme s'inscrivent également dans un contexte de niveaux bas des cours des matières premières, révisés davantage à la baisse, et un rythme faible de l'inflation dans la zone euro.

Malgré la faiblesse de la demande étrangère et l'appréciation du taux de change effectif réel, la progression des exportations nationales de biens devrait rester soutenue, bien qu'en décélération par rapport à 2015, à la faveur de la performance de la construction automobile et de la hausse des exportations des phosphates et dérivés. Les recettes voyage devraient, pour leur part, poursuivre leur baisse en 2016, en lien avec les inquiétudes liées à l'insécurité dans certains pays de la région avant de se redresser légèrement en 2017. En parallèle, les importations de biens devraient reprendre graduellement, en ligne avec le raffermissement de la demande intérieure et l'atténuation de la baisse de la facture énergétique. Dans ces conditions et tenant compte d'entrées en dons en provenance des pays du CCG conformes à la programmation de la LF2016, le déficit du compte courant devrait poursuivre son atténuation à 0,1% du PIB en 2016 et à 0,3% en 2017. Tenant compte de ces évolutions et sous l'hypothèse de la poursuite de l'afflux des IDE, les réserves internationales nettes devraient, en conséquence, se renforcer pour assurer la couverture de 7 mois et 21 jours d'importations de biens et services en 2016 et 8 mois et 15 jours en 2017.

Reflétant l'amélioration des réserves de change, la liquidité bancaire devrait passer à une position excédentaire à partir du deuxième trimestre de l'année en cours. En dépit de cette amélioration et de la détente des taux d'intérêt en termes nominaux, la progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait rester limitée en 2016, mais devrait s'accélérer progressivement en 2017, sous l'effet notamment de la reprise de la demande intérieure. Le rythme modéré du crédit bancaire, conjugué à la baisse des créances nettes sur l'administration centrale, devrait atténuer l'effet du renforcement des réserves internationales nettes sur la masse monétaire, dont le rythme devrait se stabiliser autour de 7% en 2016 et 2017. Pour ce qui est des autres indicateurs des conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier sur l'horizon de prévisions, en liaison avec la dépréciation des monnaies des pays partenaires hors zone euro. Cette évolution devrait induire un resserrement en termes réels des conditions monétaires.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire devrait poursuivre son atténuation pour s'établir à 3,7% du PIB en 2016 et à 3,1% en 2017, sous l'hypothèse du maintien de l'orientation actuelle de la politique budgétaire.

Dans ces conditions, après une performance de 4,2% en 2015, portée par la conjonction de facteurs temporaires positifs, notamment une bonne campagne agricole et un faible coût de l'énergie, la croissance nationale devrait s'inscrire en net ralentissement en 2016 avant de reprendre en 2017. Sa prévision pour 2016 a été revue à la baisse à 1% au lieu de 2,1% communiquée en décembre, suite à la révision à la baisse de la production céréalière, estimée désormais à 38 millions de quintaux<sup>1</sup> au lieu de 70 millions en décembre. En 2017, la croissance devrait s'accélérer à 3,9%, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole normale, de l'amélioration de l'activité dans la zone euro et de l'assouplissement des conditions monétaires qui devraient soutenir la demande intérieure.

<sup>1</sup> Prévision établie sur la base des données de la pluviométrie et de la situation de la végétation à fin février 2016.

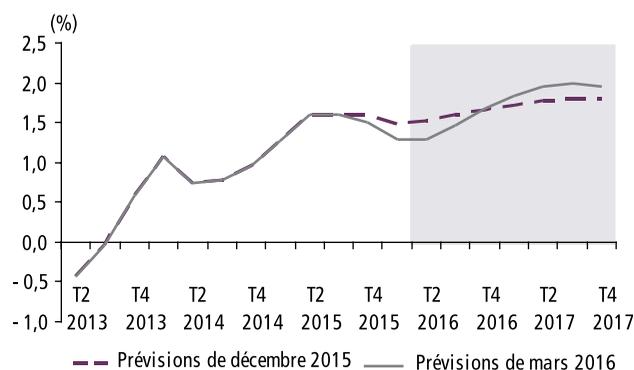
Le ralentissement plus prononcé de la demande intérieure, combiné à des niveaux plus bas des prix des matières premières et à l'annulation de la hausse prévue en janvier 2016 des tarifs des services de l'eau et de l'assainissement, a conduit à une révision à la baisse de la prévision d'inflation en 2016. Elle devrait s'établir à 0,5% au lieu de 1,2% communiquée en décembre et sa composante sous-jacente s'établirait à 0,7%. En 2017, le taux d'inflation devrait connaître une hausse à 1,4% sous l'effet de l'assouplissement prévu des conditions monétaires, de la reprise de la demande interne et de l'augmentation des prix internationaux du pétrole.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

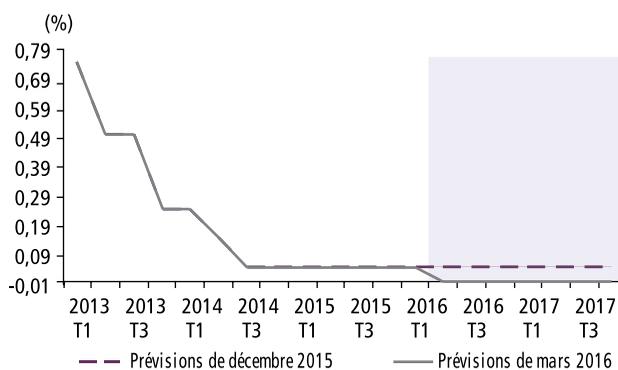
### 7.1.1 Ralentissement de la reprise de l'économie mondiale

Le scénario central de projections suppose un ralentissement de la reprise de l'activité économique mondiale imputable notamment à l'affaiblissement de l'activité dans les pays émergents, particulièrement la Chine, ainsi qu'au resserrement progressif des conditions monétaires aux Etats-Unis en lien avec l'appréciation du dollar. Par conséquent, en dépit des mesures d'assouplissement monétaire, la croissance de la zone euro ressort plus lente que prévue en 2016 pour s'établir autour de 1,4% au lieu de 1,6% prévue en décembre. En 2017, elle devrait atteindre 1,9%, en lien avec l'effet positif émanant des conditions monétaires accommodantes et des dépenses budgétaires additionnelles liées en particulier aux réfugiés. De même, le relèvement des taux des fonds fédéraux de la FED devrait impacter à la baisse la croissance aux Etats-Unis comparativement à l'exercice de décembre, pour s'établir à 2,1% en 2016 et à 2,3% en 2017. Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc devrait continuer à progresser, mais à un rythme plus modéré.

**Graphique 7.1 : Prévisions de la croissance de la zone euro**

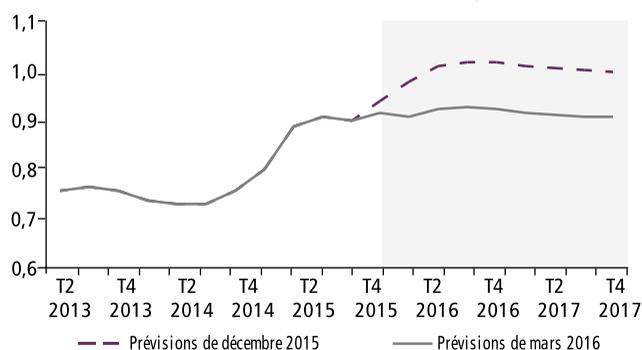


**Graphique 7.2 : Prévisions du taux directeur de la BCE**



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

<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.

**Graphique 7.3 : Prévisions du taux de change USD/EUR**

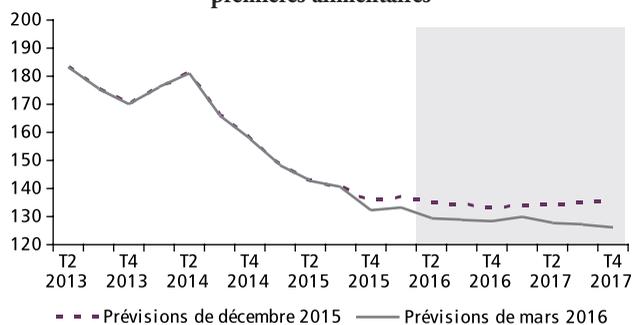
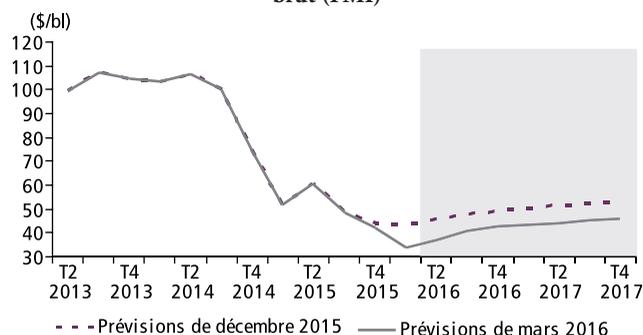
Source: Prévisions GPM de février 2016 et calculs BAM.

### 7.1.2 Maintien par la FED de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée en 2016 et quasi-stabilité de la parité euro/dollar sur l'horizon de prévision

Sur le plan des conditions monétaires, le scénario de prévisions de base suppose que la fourchette cible du taux des fonds fédéraux serait maintenue inchangée par la FED jusqu'à décembre 2016. Pour sa part, la BCE a abaissé le 10 mars 2016 son taux directeur de 0,05% à 0% et devrait le maintenir à ce niveau sur l'horizon de prévision. Elle devrait parallèlement poursuivre, en l'élargissant, son programme d'assouplissement quantitatif. Dans ces conditions, la parité euro/dollar devrait rester quasi-stable sur l'horizon de prévision après la nette appréciation du dollar en 2015.

### 7.1.3 Faibles niveaux des cours des matières premières et de l'inflation

Dans un contexte de ralentissement de l'activité économique mondiale, notamment dans les pays émergents, les prix des matières premières énergétiques devraient continuer à évoluer à un niveau faible en 2016. En particulier, le prix du pétrole brut devrait s'établir à 38,4 \$/bl en 2016 et devrait augmenter légèrement pour atteindre 44,6 \$/bl en 2017<sup>2</sup>. De même, les prix internationaux des matières premières alimentaires devraient continuer à évoluer à un niveau faible sur l'horizon. Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro<sup>3</sup> devrait rester faible en 2016 et reprendre légèrement en 2017, mais hors énergie, les prix à la consommation devraient continuer à évoluer à des rythmes modérés.

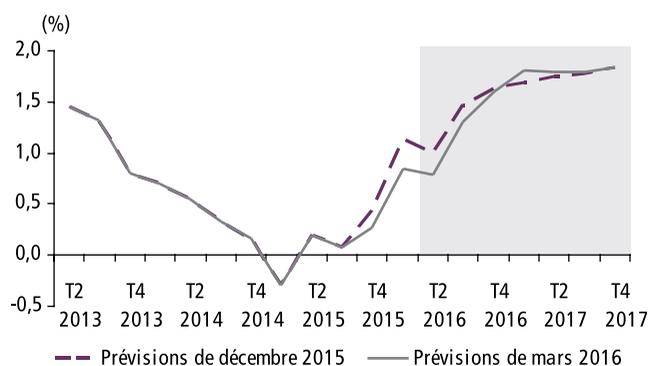
**Graphique 7.4 : Prévisions de l'indice des prix des matières premières alimentaires****Graphique 7.5 : Prévisions du prix international du pétrole brut (FMI)**

Source: Prévisions GPM de février 2016 et calculs BAM.

<sup>2</sup> Prévisions établies en février par le GPM. A titre de comparaison, selon leurs projections de janvier, le FMI table sur un prix moyen du pétrole de 42 \$/bl en 2016 et de 48,2 \$/bl en 2017, alors que la Banque Mondiale prévoit 37 \$/bl et 48 \$/bl respectivement.

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

**Graphique 7.6 : L'inflation dans la zone euro**



Source: Prévisions GPM de février 2016 et calculs BAM.

### 7.1.4 Poursuite de l'allègement du déficit budgétaire

Au niveau national, sur le plan des finances publiques, les hypothèses de prévision basées initialement sur la LF2016 ont été légèrement révisées, ramenant le déficit budgétaire à 3,7% du PIB en 2016, au lieu d'une prévision initiale de 3,6%. Cet ajustement survient principalement suite à une révision à la baisse des recettes fiscales, en liaison avec la décélération des activités non agricoles par rapport au cadrage macroéconomique plus optimiste de la loi de finances 2016. Pour ce qui est des dons en provenance des pays du CCG, le montant de 13 milliards de dirhams programmé dans la loi des finances 2016 a été retenu. Au niveau des dépenses, celles relatives à la compensation devraient être réduites en lien avec la révision à la baisse de l'hypothèse des prix du gaz butane à l'international.

En 2017, le déficit budgétaire devrait poursuivre son allègement à 3,1% du PIB, sous l'hypothèse du maintien de l'orientation actuelle de la politique budgétaire axée principalement sur la stabilisation des dépenses de compensation et la maîtrise de celles au titre des autres biens et services. Toutefois, la prise en compte de la réforme de la retraite devrait se traduire par des dépenses additionnelles au niveau de la charge du personnel. Du côté des recettes, une hypothèse d'entrées de 8 milliards de dirhams en dons en provenance des pays du CCG a été retenue en 2017.

### 7.1.5 Les données disponibles pointent vers une production céréalière largement en dessous de la moyenne au titre de la campagne agricole 2015-2016

Après une production céréalière record de 115 millions de quintaux en 2015, le scénario central de prévisions se base sur une production de 38 millions de quintaux au titre de la campagne agricole 2015-2016, au lieu d'une hypothèse de 70 millions retenue en décembre. Cette estimation est établie sur la base des données climatiques et celles relatives à l'état de la végétation à fin février. Les récentes précipitations enregistrées depuis février devraient contribuer significativement à l'amélioration de la production des cultures printanières, de l'arboriculture fruitière, des maraîchages et de l'élevage.

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

## 7.2 Projections macroéconomiques

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

Bien qu'en décélération par rapport à 2015, la performance de la construction automobile et la poursuite de la hausse des ventes des phosphates et dérivés devraient soutenir la croissance des exportations de biens, qui devrait s'établir en termes nominaux à 6,1% en 2016 et à 5,9% en 2017. Pour leur part, les importations de biens devraient légèrement progresser de 0,2% en 2016, recouvrant une hausse des importations en blé et un recul de la facture énergétique. En 2017, leur rythme devrait s'accélérer à 3,6%, en ligne avec la hausse des prix mondiaux des produits énergétiques et l'amélioration de la demande intérieure. Concernant les recettes voyages, elles devraient diminuer de 1% en 2016, pâtissant des inquiétudes liées à l'insécurité dans certains pays de la région, avant de marquer une légère amélioration de 1% en 2017.

Tenant compte d'entrées en dons en provenance des pays du CCG prévues à 13 milliards de dirhams en 2016 et à 8 milliards en 2017 et de la poursuite de la hausse des transferts MRE, le déficit du compte courant devrait poursuivre son atténuation à 0,1% du PIB en 2016 et à 0,3% du PIB en 2017. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse de la poursuite de l'afflux des IDE, les réserves internationales nettes devraient se renforcer pour assurer la couverture de 7 mois et 21 jours d'importations de biens et services en 2016 et de 8 mois et 15 jours en 2017.

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

	Réalizations			Prévisions			Ecart (mars/décembre)		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Exportations de biens (variation en %)	13,4	4,6	9,2	7,4	6,1	5,9	1,0	0,2	-0,8
Importations de biens (variation en %)	11,4	0,6	0,9	-6,2	0,2	3,6	1,3	-3,7	-2,4
Recettes de voyages (variation en %)	-1,8	-0,4	3,0	-1,3	-1,0	1,0	-0,4	0,0	-2,5
Transferts privés (variation en %)	3,5	3,4	2,7	3,0	3,3	5,5	-1,5	-1,1	0,5
<b>Solde du compte courant (en % PIB)</b>	<b>-9,5</b>	<b>-7,9</b>	<b>-5,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</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>7,7</b>	<b>8,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

### Amélioration de la liquidité et progression modérée du crédit bancaire

Pour ce qui est de la liquidité bancaire, elle devrait s'améliorer sensiblement passant d'un déficit moyen de 16,5 milliards de dirhams en 2015 à un excédent moyen de 20,9 milliards en 2016 et de 47,1 milliards en 2017. Malgré cette amélioration et la détente des taux d'intérêt nominaux, les conditions monétaires en termes réels devrait connaître un léger resserrement en 2016 dû à l'appréciation du taux de change effectif réel. Cette appréciation

serait en liaison notamment avec la dépréciation des monnaies des pays partenaires hors euro et ce, en dépit d'un niveau d'inflation prévu inférieur à celui des partenaires commerciaux. En 2017, les conditions monétaires devraient s'assouplir en termes réels, reflétant en partie la légère dépréciation du taux de change effectif réel.

Pâtissant de la faible demande des entreprises, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait rester limité avoisinant 2,5% en 2016 et devrait passer à 4% en 2017. Le rythme modéré du crédit bancaire, conjugué à la baisse des créances nettes sur l'administration centrale, devrait atténuer l'effet du renforcement des réserves internationales nettes sur la masse monétaire, dont le rythme devrait se stabiliser autour de 7% en 2016 et 2017.

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

	Réalizations			Prévisions			Ecart (mars/décembre)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	5,8	1,7	4,4	0,4	2,5	4,0	-	-
M3 (variation en %)	4,5	3,1	6,2	5,7	6,8	7,0	0,8	0,0
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-64,5	-68,4	-40,6	-16,5	20,9	47,1	4,9	8,6

Source : BAM.

## Fort ralentissement de la croissance nationale en 2016 et relative reprise en 2017

Portée essentiellement par la conjonction de facteurs temporaires positifs, notamment une bonne campagne agricole et un faible coût de l'énergie, la croissance nationale devrait s'accélérer à 4,2% en 2015, après 2,4% en 2014.

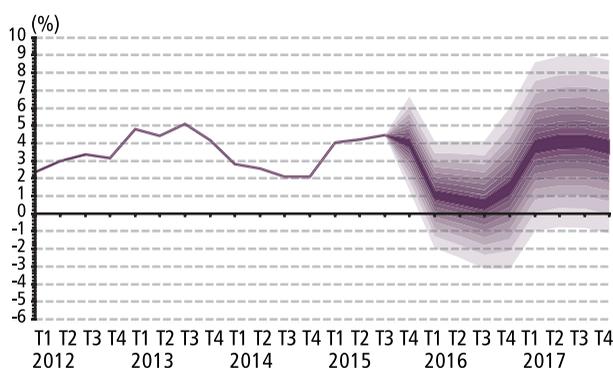
En 2016, l'activité devrait enregistrer un net ralentissement, avec une croissance qui devrait revenir à 1% au lieu de 2,1% prévue en décembre. Cette forte décélération par rapport à 2015 reflète principalement une baisse de 13,8% de la valeur ajoutée agricole, compte tenu d'une production céréalière de 38 millions de quintaux au lieu de 70 millions retenue en décembre. En outre, la croissance non agricole devrait rester atone à 2,9% contre une prévision initiale de 2,7%.

Du côté de la demande, la croissance en 2016 devrait pâtir de la décélération de la consommation finale des ménages, sous l'effet, en particulier, de l'affaiblissement des revenus agricoles. De même, le rythme de croissance de l'investissement devrait ralentir, comme en témoigne la décélération du crédit au secteur non financier, traduisant l'attentisme des opérateurs privés en lien avec les incertitudes entourant les perspectives de l'économie nationale ainsi que le manque de dynamisme de la consommation privée. De son côté, la consommation finale des administrations publiques devrait reprendre légèrement, après sa baisse prévue en 2015, résultat d'un recul moins important des dépenses de compensation comparativement à 2015. Pour leur part, les exportations nettes devraient contribuer négativement à la croissance, reflétant une reprise des importations de biens et services, après la baisse prévue en 2015, et une décélération du rythme d'accroissement des exportations, sous l'effet en

particulier de la poursuite de l'appréciation du taux de change effectif réel et de la lente reprise de la demande étrangère.

En 2017, la croissance devrait s'établir à 3,9%, recouvrant une hausse de 10,8% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole moyenne, et un léger redressement de la croissance non agricole à 3,1%. Du côté de la demande, cette accélération reflète une reprise de la demande intérieure, avec un raffermissement de la consommation finale des ménages, soutenue par une amélioration des revenus ruraux et des transferts des MRE, et d'un assouplissement des conditions monétaires, qui devrait également stimuler l'investissement. De surcroît, la consommation des administrations publiques devrait poursuivre sa tendance haussière, reflétant principalement un accroissement des dépenses du personnel et la dissipation de l'effet de la baisse en 2016 des cours du pétrole sur la compensation. En revanche, en dépit du regain en dynamisme des exportations, bénéficiant de l'amélioration de l'activité dans la zone euro, la contribution des exportations nettes à la croissance nationale devrait rester négative et ce, en liaison avec l'accélération du rythme d'accroissement des importations de biens et services.

**Graphique 7.7 : Prévisions de la croissance sur l'horizon (T4 2015-T4 2017)\***



\* Ce graphique indique l'incertitude entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90% et une probabilité qui augmente de 10% d'un intervalle à l'autre.

Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

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

	Réalizations			Prévisions			Ecart (mars/décembre)		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
<b>Croissance nationale</b>	<b>3,0</b>	<b>4,7</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,5</b>
VA agricole	-9,1	17,9	-2,5	14,6	-13,8	10,8	0,0	-9,5	8,3
PIB non agricole	4,7	3,0	3,1	3,0	2,9	3,1	-0,3	0,2	-0,7

Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

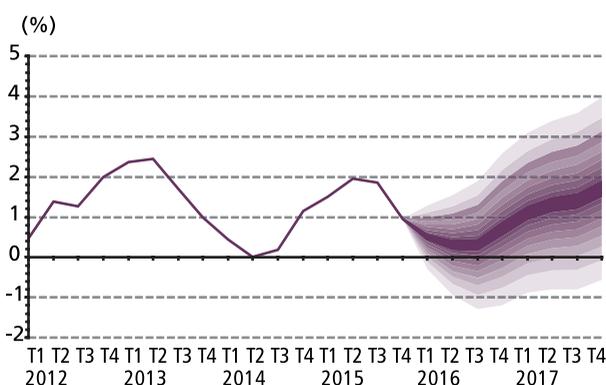
Globalement, l'activité nationale devrait évoluer en dessous de son potentiel en 2016 se traduisant ainsi par l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande. L'output gap devrait rester négatif mais s'atténuer

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.

### Dans ces conditions, l'inflation devrait baisser sensiblement en 2016 et s'établir à un niveau modéré en 2017

L'inflation devrait ressortir à 0,9% en moyenne sur l'horizon de huit trimestres, soit entre le premier trimestre 2016 et le quatrième trimestre 2017. En effet, après un taux de 1,6% en 2015, l'inflation devrait revenir à 0,5% en 2016, en révision à la baisse par rapport au taux de 1,2% communiqué dans le RPM de décembre 2015. Cette révision s'explique par la poursuite de l'atonie de la demande intérieure, les niveaux plus bas que prévus des prix des matières premières ainsi que par l'annulation de la hausse prévue en janvier 2016 des tarifs d'eau et d'assainissement. De même, l'annonce de la décompensation du sucre à partir de janvier 2016 ne s'est pas concrétisée. En 2017, l'inflation devrait se redresser tout en restant à un niveau modéré, soit 1,4%. Cette évolution s'explique principalement par l'amélioration de la demande intérieure et la hausse prévue des prix du pétrole.

**Graphique 7.8 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon (T1 2016-T4 2017)\***



\* Ce graphique indique l'incertitude entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90% et une probabilité qui augmente de 10% d'un intervalle à l'autre.

Sources: Données du HCP, calcul et prévisions BAM.

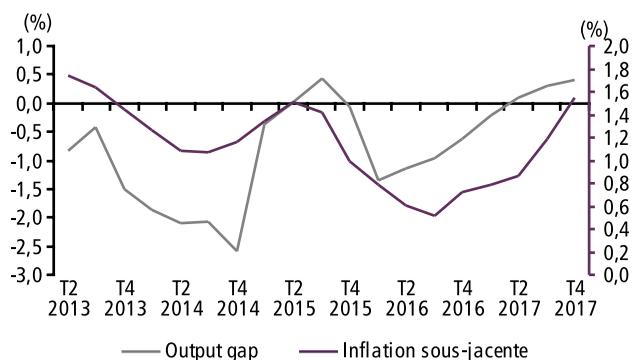
**Tableau 7.4 : Prévisions de l'inflation et ses composantes (en glissement annuel)**

	Réalizations		Prévisions										Ecart (mars/décembre)	
	2015	2016				2017				2016	2017	Horizon de 8 trimestres	2016	2017
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4					
<b>Inflation</b>	1,6	0,5	0,3	0,3	0,7	1,1	1,3	1,4	1,7	0,5	1,4	0,9	-0,7	-
Inflation sous-jacente	1,3	0,8	0,6	0,5	0,7	0,8	0,9	1,2	1,5	0,7	1,1	0,9		

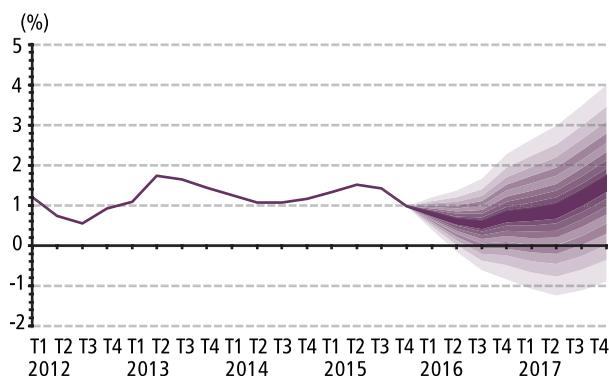
Sources: Données du HCP, calcul et prévisions BAM.

La décélération de l'inflation en 2016 est liée en grande partie à celle de sa composante sous-jacente. Cette dernière, impactée par l'affaiblissement de la demande intérieure et la faible inflation importée, devrait revenir de 1,3% en 2015 à 0,7% en 2016. Pour leur part, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient légèrement se replier en 2016, après une hausse de 4,3% en 2015. En 2017, la reprise prévue de l'inflation s'explique par la hausse de l'inflation sous-jacente ainsi que par l'augmentation prévue des prix des carburants et lubrifiants en liaison avec l'évolution des prix internationaux du pétrole.

**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 (T1 2016-T4 2017)\***



\* Ce graphique indique l'incertitude entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90% et une probabilité qui augmente de 10% d'un intervalle à l'autre.

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 orientée à la baisse aussi bien pour la croissance que pour l'inflation.

Pour ce qui est de la croissance, le ralentissement de l'activité économique mondiale, sous l'effet de celui de l'activité des économies émergentes, notamment la Chine, constitue un risque qui pourrait peser sur l'activité dans les pays partenaires et par la suite sur la croissance nationale à travers la demande étrangère. Sur le marché des changes, le risque d'une appréciation plus accentuée du dirham par rapport à l'euro, en lien avec un éventuel relèvement plus tôt que prévu des taux des fonds fédéraux de la FED, pourrait impacter à la baisse la performance des exportations marocaines.

Inversement, un redressement plus important de la demande étrangère, sous l'effet d'une matérialisation plus rapide de l'effet des mesures d'assouplissement de la BCE, devrait se traduire par une progression plus importante de la croissance. En outre, une baisse moins importante de la production céréalière et donc de la valeur ajoutée agricole affecterait à la hausse la demande intérieure, notamment la consommation des ménages, et à la baisse les importations en blé, ce qui devrait contribuer positivement à la croissance.

Du côté de l'inflation, une poursuite de la baisse des cours mondiaux du pétrole et des produits alimentaires

pourrait entraîner des révisions à la baisse de la prévision centrale. En revanche, un renversement de tendance des cours internationaux du pétrole et des produits alimentaires ou une éventuelle hausse des salaires, dans le cadre du dialogue social, constituerait un risque à la hausse.

D'autres risques sont liés à la montée des tensions géopolitiques, au degré de regain de confiance des opérateurs privés nationaux et internationaux et au contexte d'insécurité internationale.

## 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 .....	15
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	15
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	16
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	16
Graphique 1.5	: Evolution du Spread Libor-OIS .....	16
Graphique 1.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	16
Graphique 1.7	: Evolution du taux de change euro/dollar .....	17
Graphique 1.8	: Cours mondial du Brent en dollar .....	18
Graphique 1.9	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie .....	18
Graphique 1.10	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	18
Graphique 1.11	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	19
Graphique 2.1	: Evolution des exportations .....	20
Graphique 2.2	: Evolution des exportations du secteur automobile au mois de janvier.....	21
Graphique 2.3	: Evolution des importations .....	21
Graphique 2.4	: Evolution des transferts MRE .....	
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire .....	24
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	25
Graphique 3.3	: Evolution du coût de financement des banques .....	25
Graphique 3.4	: Evolution des taux débiteurs.....	25
Graphique 3.5	: Evolution du taux de change du dirham.....	26
Graphique 3.6	: Evolution des taux de change effectifs .....	
Graphique 3.7	: Ecart monétaire .....	26
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.....	27
Graphique 3.10	: Variation en glissement annuel des différentes catégories de crédit .....	27
Graphique 3.11	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	27
Graphique 3.12	: Evolution de l'offre et de la demande .....	28
Graphique 3.13	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	28
Graphique 3.14	: Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers .....	29
Graphique 3.15	: Evolution du nombre de transactions immobilières .....	29
Graphique 3.16	: Evolution quotidienne de l'indice MASI .....	30
Graphique 3.17	: Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI au quatrième trimestre 2015 .....	30
Graphique 3.18	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	31
Graphique 3.19	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	31
Graphique 3.20	: Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur .....	31
Graphique 3.21	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM.....	32
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes publiques .....	34
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	35
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	35
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement au mois de janvier.....	35
Graphique 4.5	: Solde budgétaire et financements .....	36
Graphique 4.6	: Soldes budgétaires aux mois de janvier de 2010 à 2016.....	36
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	37
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation.....	40
Graphique 5.2	: Contributions des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale.....	41
Graphique 5.3	: Evolution en glissement annuel du PIB .....	41
Graphique 5.4	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie .....	42

Graphique 5.5	: Contributions des branches d'activité à la croissance .....	42
Graphique 5.6	: Evolution des créations d'emplois par secteur .....	43
Graphique 5.7	: Evolution du taux de chômage .....	43
Graphique 5.8	: Evolution du taux de sous-emploi et du taux de chômage .....	43
Graphique 5.9	: Productivité apparente de travail, valeur ajoutée et emploi non agricoles .....	44
Graphique 5.10	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	44
Graphique 5.11	: SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	44
Graphique 5.12	: Evolution de l'output-gap non agricole .....	45
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	46
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	47
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants .....	47
Graphique E6.1.1	: Contributions à l'inflation .....	48
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX,	
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	49
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations d'inflation .....	50
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation des trois prochains mois par les chefs des entreprises .....	50
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation à 6 trimestres par les experts du secteur financier .....	51
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation anticipée par les experts du secteur financier .....	51
Graphique 6.10	: Evolution de l'indice des prix à l'import global et hors énergie .....	51
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire .....	51
Graphique 6.12	: Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel.....	52
Graphique 6.13	: Evolution des indices des prix à la production de la cokéfaction et raffinage et des cours internationaux du Brent .....	52
Graphique 7.1	: Prévisions de la croissance de la zone euro .....	54
Graphique 7.2	: Prévisions du taux directeur de la BCE .....	54
Graphique 7.3	: Prévisions du taux de change USD/EUR .....	55
Graphique 7.4	: Prévisions de l'indice des prix des matières premières alimentaires.....	55
Graphique 7.5	: Prévisions du prix international du pétrole brut .....	55
Graphique 7.6	: L'inflation dans la zone euro .....	56
Graphique 7.7	: Prévisions de la croissance sur l'horizon (T4 2015-T4 2017).....	59
Graphique 7.8	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon (T1 2016-T4 2017).....	60
Graphique 7.9	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	61
Graphique 7.10	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon (T1 2016-T4 2017).....	61

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	14
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage.....	15
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 des échanges 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	: Variation trimestrielle de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières dans les principales villes .....	29
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires .....	33
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques .....	34

Tableau 4.3	: Financements des déficits .....	36
Tableau 4.4	: Endettement du Trésor .....	37
Tableau E 4.1.1	: Exécution budgétaire de 2015 .....	38
Tableau 5.1	: Evolution des composantes de la demande et de l'offre .....	39
Tableau 5.2	: Evolution des principaux indicateurs du marché de travail .....	45
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	46
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	49
Tableau 7.1	: Prévisions des composantes de la balance des paiements .....	57
Tableau 7.2	: Prévisions de la croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire.....	58
Tableau 7.3	: Croissance du PIB et de ses composantes .....	59
Tableau 7.4	: Prévisions de l'inflation et ses composantes .....	60

## LISTE DES ENCADRÉS

---

Encadré 2.1	: Evolution des comptes extérieurs en 2015.....	23
Encadré 4.1	: Exécution budgétaire de l'année 2015.....	37
Encadré 6.1	: Evolution de l'inflation en 2015 .....	47
Encadré 6.2	: Libéralisation des produits pétroliers liquides et impact sur la composition de l'inflation sous-jacente.....	48