



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 43 / 2017

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 20 JUIN 2017

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

Préambule	5
Communiqué de presse	7
Aperçu général	10
1. Développements internationaux	16
1.1 Activité économique et emploi	16
1.2 Conditions monétaires et financières	17
1.3 Prix des matières premières et inflation	19
2. Comptes extérieurs	21
2.1 Evolution de la balance commerciale	21
2.2 Autres rubriques de la balance courante	22
2.3 Compte financier	22
3. Monnaie, crédit et marché des actifs	24
3.1 Conditions monétaires	24
3.2 Prix des actifs	28
4. Orientation de la politique budgétaire	32
4.1 Recettes ordinaires	32
4.2 Dépenses publiques	32
4.3 Déficit et financement du Trésor	34
5. Demande, offre et marché du travail	40
5.1 Demande intérieure	40
5.2 Demande extérieure	41
5.3 Offre globale	41
5.4 Marché du travail et capacités de production	42
6. Evolution récente de l'inflation	45
6.1. Evolution de l'inflation	45
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	47
6.3. Anticipations de l'inflation	48
6.4. Prix à l'importation et à la production	49
7. Perspectives à moyen terme	50
Synthèse	50
7.1 Hypothèses sous-jacentes	52
7.2 Projections macroéconomiques	55
7.3 Balance des risques	59
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	60
LISTE DES GRAPHIQUES	61
LISTE DES TABLEAUX	63
LISTE DES ENCADRES	63

بنك المغرب
بنك المغرب

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 20 Juin 2017

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa deuxième réunion trimestrielle de l'année le mardi 20 juin 2017.
2. Lors de cette réunion, il a examiné et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2016.
3. Le Conseil a également analysé l'évolution récente de la conjoncture économique et les prévisions macroéconomiques établies par la Banque pour les huit prochains trimestres.
4. Sur la base de ces analyses, il a jugé que le niveau actuel de 2,25% du taux directeur reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé.
5. Le Conseil a noté que l'inflation est revenue à 0,3% en avril après 1,3% en moyenne au premier trimestre, résultat essentiellement d'une forte baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Sur l'ensemble de l'année 2017, elle ressortirait à 0,9% en moyenne avant de s'accélérer à 1,6% en 2018. Sa composante sous-jacente devrait augmenter à 1,6% en 2017 et atteindre 1,9% en 2018, sous l'effet de l'amélioration de la demande intérieure et de la hausse de l'inflation chez les principaux partenaires.
6. Au plan international, les dernières données disponibles confirment le raffermissement attendu de l'activité économique mondiale. Aux Etats-Unis, la croissance s'accélérerait à 2,1% en 2017 et à 2,2% en 2018, avec une poursuite de la vigueur sur le marché du travail où le taux de chômage a reculé à 4,3% en mai 2017. Au niveau de la zone euro, la progression du PIB se consoliderait à 1,8% en 2017 avant de décélérer légèrement à 1,6% en 2018, en lien avec le Brexit. Dans les principaux pays émergents, l'activité devrait globalement s'améliorer, avec en particulier une sortie de récession de la Russie et du Brésil, alors qu'en Chine, la croissance poursuivrait son ralentissement mais à un rythme moindre que prévu en mars, l'impact de la politique de rééquilibrage de l'économie devant être atténué par les mesures de soutien budgétaire.
7. Sur les marchés des matières premières, le cours du pétrole s'est établi à 52,3 \$/baril en moyenne sur les 5 premiers mois de l'année contre 37,5\$/baril à la même période de 2016. Pour l'ensemble de l'année 2017, il avoisinerait 51,8\$/baril en moyenne avant de revenir à 50,7 \$/baril en 2018. S'agissant des phosphates, les cours du brut et du TSP continuent d'évoluer à des niveaux bas et devraient se situer en 2017 à 100\$/mt et 275\$/mt respectivement, et connaître de légères hausses en 2018. En revanche, reflétant une amélioration de la demande mondiale et une offre limitée, le prix du DAP a marqué une augmentation de 13% depuis le début de l'année à 357\$/mt en mai, et continuerait à progresser sur l'horizon de prévision pour atteindre 366\$/mt en moyenne en 2018.

8. Dans ces conditions, l'inflation atteindrait aux Etats-Unis 2,6% en 2017 et 2,2% en 2018. Dans la zone euro, après un taux de 0,2% en 2016, elle devrait marquer une nette accélération à moyen terme pour se situer à 1,8% en 2017 et à 1,7% en 2018.

9. Au plan des décisions de politique monétaire, la FED a augmenté le 14 juin la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à 1%-1,25% et a annoncé qu'elle entamerait au cours de cette année un programme de normalisation de son bilan. Celui-ci consistera en une réduction des réinvestissements des paiements au titre du principal sur les actifs qu'elle détient à hauteur d'un montant de 10 milliards de dollars, qui sera porté graduellement jusqu'à atteindre 50 milliards au bout d'une période d'un an. Pour sa part, la BCE a décidé lors de la réunion de son Conseil du 8 juin de garder son taux directeur à 0%, tout en indiquant qu'il restera à son niveau actuel sur une période prolongée et bien au-delà de l'horizon fixé pour son programme d'achat d'actifs.

10. Au niveau national, après s'être limitée à 1,2% en 2016, la croissance devrait s'accélérer selon les prévisions de Bank Al-Maghrib à 4,4% en 2017. Portée par un rebond de la production céréalière, estimée par le Département de l'Agriculture à 102 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole marquerait une hausse de 13,4%, tandis que le rythme du PIB non agricole s'améliorerait de 3,1% à 3,3%. En 2018, la reprise des activités non agricoles se poursuivrait avec une croissance de 3,6% et, sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne, la valeur ajoutée agricole enregistrerait un léger recul de 0,9%, la croissance globale devant ainsi revenir à 3,1%.

11. Sur le marché du travail, après une baisse en 2016, la population active a enregistré au premier trimestre 2017 un accroissement annuel net de 172 mille demandeurs d'emplois et le taux d'activité s'est quasiment stabilisé à 47,5%. En parallèle, l'économie nationale a créé 109 mille postes dont 45 mille au niveau des services et 28 mille dans l'agriculture. Le taux de chômage a ainsi augmenté de 0,3 point à 10,7% au niveau national et de 0,7 point à 15,7% en milieu urbain.

12. Au niveau des comptes extérieurs, le déficit commercial des biens s'est creusé en glissement annuel de 9,1 milliards de dirhams sur les cinq premiers mois de l'année, sous l'effet principalement d'une importante hausse de la facture énergétique et, dans une moindre mesure, de la poursuite du rythme élevé des acquisitions de biens d'équipement. Pour leur part, les recettes de voyages et les transferts des MRE se sont quasiment stabilisés, alors que les entrées au titre d'IDE ont affiché une progression de 4,2%. Tenant compte de ces évolutions, des prévisions du prix du pétrole et d'entrées de dons des partenaires du CCG de 8 milliards de dirhams annuellement, le déficit du compte courant se creuserait légèrement à 4,6% du PIB en 2017 avant de s'alléger à 4% en 2018. Dans ces conditions, et sur la base d'entrées d'IDE d'un montant équivalent à 3,2% du PIB en 2017 et à 3,5% en 2018, la prévision des réserves de change a été revue à la baisse. Celles-ci devraient assurer la couverture de 6 mois d'importations de biens et services au terme de 2017 et rester proche de ce niveau à fin 2018.

13. Au plan monétaire, le taux de change effectif réel s'est quasiment stabilisé au cours du premier trimestre et ne devrait pas connaître de variation importante à moyen terme, la légère appréciation prévue en termes nominaux devant être compensée par le différentiel d'inflation. Pour ce qui est des taux débiteurs, ils ont connu une hausse de 31 points de base qui a concerné notamment les prêts aux entreprises non financières et aux entrepreneurs individuels. Dans ce contexte, le crédit bancaire au secteur non financier a enregistré une augmentation de 3,2%

à fin avril. Tenant compte notamment de l'amélioration prévue de l'activité non agricole, sa progression passerait de 3,9% en 2016 à 4,5% au terme de 2017 et à 5% à fin 2018.

14. S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire s'est allégé de 9,9 milliards à fin avril par rapport à la même période de 2016, résultat principalement d'une hausse de 6,8 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor. Les dépenses globales ont connu un léger alourdissement de 0,4%, recouvrant en particulier un accroissement de la charge de compensation et une diminution de l'investissement du Trésor. En parallèle, les recettes ordinaires ont augmenté de 4,5%, résultat d'une amélioration des rentrées fiscales et d'une forte baisse de celles non fiscales, reflétant notamment une diminution des dons CCG de 1,6 milliard à 0,3 milliard de dirhams. A moyen terme, l'ajustement budgétaire devrait se poursuivre, le déficit devant, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, s'alléger à 3,6% du PIB au terme de 2017 et à 3,4% en 2018.

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du premier trimestre 2017, l'activité économique mondiale a continué globalement à montrer des signes de raffermissement. Dans les principales économies avancées, la croissance s'est accélérée à 1,9% dans la zone euro et à 2% au Royaume-Uni, s'est stabilisée à 2% aux Etats-Unis et a ralenti au Japon à 1,3%. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est légèrement améliorée en Chine à 6,9%, à la faveur notamment du renforcement de la production industrielle et en Inde, elle a nettement décéléré passant de 6,7% à 5,6%. Au Brésil, la récession s'est poursuivie avec toutefois une atténuation de la contraction du PIB à 0,4%, alors qu'en Russie, les dernières données du quatrième trimestre indiquent qu'après sept trimestres consécutifs de baisse, le PIB a marqué sa première hausse avec un taux de 0,3%.

Sur le marché du travail, le taux de chômage a poursuivi sa baisse aux Etats-Unis pour s'établir à 4,3% en mai, avec une création de 138.000 postes d'emploi. De même, ce taux a diminué dans la zone euro à 9,3% en avril, avec un recul à 17,8% en Espagne et à 11,1% en Italie ainsi qu'une stagnation à 9,5% en France et à 3,9% en Allemagne.

Sur les places boursières, les indices de référence ont connu des hausses entre avril et mai de 3,4% pour l'EUROSTOXX50, de 5,1% pour le NIKKEI 225, de 1,8% pour le FTSE 100 et de 1,2% pour le Dow Jones. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 3,3%, reflétant principalement des augmentations des indices de la Turquie, de la Chine et de l'Inde. Sur les marchés de la dette souveraine, le taux de rendement à 10 ans a connu des évolutions contrastées. Il a progressé pour l'Allemagne, la Chine et l'Inde, a diminué pour la France et l'Italie et a stagné pour les Etats-Unis.

Pour ce qui est des marchés de change, l'euro est resté inchangé à 1,1 dollar entre avril et mai, alors qu'il s'est apprécié de 0,6% par rapport à la livre sterling et de 5,1% contre le yen japonais. Quant à l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est déprécié de 1,9%, la lire turque et la roupie indienne se sont appréciées de 2,4% et 0,2% respectivement, tandis que le yuan chinois a stagné à 6,9 yuans pour un dollar. S'agissant du crédit bancaire, son rythme de progression annuel a connu, entre mars et avril, une décélération de 4,7% à 4,5% aux Etats-Unis et de 2,3% à 2,2% dans la zone euro.

Au niveau des marchés des matières premières, bien qu'en hausse de 8,1% en glissement annuel en mai, le prix du Brent a reculé d'un mois à l'autre de 4,8% à 51,4 \$ le baril en moyenne et ce, en liaison notamment avec la hausse de la production de pétrole de schiste aux Etats-Unis. Pour les produits hors énergie, l'indice Dow Jones-UBS s'est accru de 3,5% en glissement annuel. En particulier pour les phosphates et dérivés, les cours ont accusé, des baisses en glissement annuel de 19,1% pour le phosphate brut, de 18,2% pour le Chlorure de Potassium, de 10% pour l'urée et de près de 4% pour le TSP, alors que pour le DAP, le prix a connu une progression de 2,3%. Quant au blé dur, les cours ressortent en hausse de 5,1% en glissement annuel et de 8,7% d'un mois à l'autre.

Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro s'est établie à 1,4% en mai après 1,9% un mois auparavant, tandis qu'aux Etats-Unis, elle a poursuivi sa décélération pour le troisième mois consécutif, revenant à 1,9%.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la FED a décidé lors de sa réunion du 14 juin de relever la fourchette cible de son taux directeur d'un quart de point de pourcentage à [1%-1,25%]. Elle a également

réitéré que son Comité s'attend à ce que les conditions économiques évoluent d'une manière qui ne justifie que des hausses graduelles des taux. En outre, elle a souligné qu'elle entamerait au cours de cette année la mise en œuvre d'un programme de normalisation de son bilan, à condition que l'économie évolue dans son ensemble comme prévu. De même, la BCE a décidé le 8 juin de maintenir son taux directeur à 0%, tout en rappelant ses taux resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. Elle a également confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et ce jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. En outre, elle a précisé que si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, elle se tient prête à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Au plan national, les données à fin mai des comptes extérieurs indiquent un creusement de 9,1 milliards de dirhams du déficit commercial des biens par rapport à la même période une année auparavant, ramenant ainsi le taux de couverture de 58,6% à 56,8%. Les importations ont augmenté de 8,6%, tirées principalement par un accroissement de 42,7% de la facture énergétique et dans une moindre mesure par une progression de 8,1% des achats de biens d'équipement. En parallèle, les exportations se sont accrues de 5,3%, traduisant notamment une hausse des ventes du secteur « Agriculture et agroalimentaire » et des phosphates et dérivés. Les expéditions du secteur automobile ont légèrement augmenté et celles du textile et cuir ont quasiment stagné. Pour les autres principales rubriques du compte courant, les transferts des MRE et les recettes de voyages se sont quasiment stabilisés. Tenant compte notamment, d'une entrée de 15,2 milliards de dirhams au titre d'IDE, les réserves internationales nettes ont diminué à fin mai à 229,3 milliards, soit l'équivalent de 5 mois et 24 jours d'importations de biens et services.

Cette évolution s'est reflétée sur la situation de la liquidité bancaire, le besoin s'étant accentué à 35,8 milliards de dirhams à fin mai. Bank Al-Maghrib a ajusté le volume de ses injections assurant ainsi l'alignement du taux moyen pondéré sur le marché interbancaire sur le taux directeur. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une quasi stabilité du taux de change effectif réel et une hausse de 31 points de base des taux débiteurs au cours du premier trimestre. Dans ce contexte, le rythme de progression annuel du crédit au secteur non financier s'est situé à 3,2% à fin avril. Tenant compte également des augmentations de 13% des créances sur l'Administration Centrale et de 1,6% des réserves de change, la croissance de l'agrégat M3 s'est établie à 5,8% à fin avril.

Sur le volet des finances publiques, les données arrêtées à fin avril 2017 font ressortir un déficit budgétaire de 11,9 milliards, en allègement de 9,9 milliards par rapport à la même période de 2016. Les dépenses globales se sont légèrement alourdies de 0,4%, recouvrant un accroissement de la charge de compensation et des transferts aux collectivités territoriales et une diminution de l'investissement du Trésor, des dépenses de biens et services et des intérêts de la dette. En parallèle, les recettes ordinaires ont augmenté de 4,5%, reflétant l'amélioration des rentrées fiscales, celles non fiscales ayant en revanche, accusé une forte baisse. Tenant compte de la réduction de 1,6 milliard des arriérés de paiement, le Trésor a enregistré un déficit de caisse de 13,5 milliards, en allègement de 8 milliards par rapport à la même période de 2016. Ce besoin ainsi que le flux net extérieur négatif de

2,1 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 15,6 milliards. Par conséquent, la dette publique directe aurait progressé de 1% par rapport à son niveau de décembre 2016.

Concernant les comptes nationaux, la croissance se serait nettement accélérée au premier trimestre, résultat d'une importante augmentation de la valeur ajoutée agricole, alors que le PIB non agricole continuerait de progresser à un rythme modéré. Du côté de la demande, l'amélioration de la croissance refléterait notamment l'accélération du rythme d'accroissement de la consommation finale des ménages à la faveur de l'amélioration des revenus agricoles et de la situation sur le marché du travail. L'investissement aurait maintenu une tendance positive comme le laisse indiquer la poursuite de la hausse des importations de biens d'équipement, quoiqu'en décélération par rapport au premier trimestre 2016. En revanche, la contribution de la demande extérieure nette à la croissance serait restée négative.

Sur le marché du travail, la situation s'est améliorée au premier trimestre 2017, avec une création de 109 mille emplois après une perte de 13 mille un an auparavant, recouvrant une augmentation de 45 mille emplois dans les services, de 28 mille dans le secteur agricole, de 20 mille dans le BTP et de 16 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Dans ces conditions, le marché de travail a connu une entrée nette de 172 mille personnes et un léger recul de 0,1 point de pourcentage à 47,5% du taux d'activité ce qui s'est traduit par une hausse du taux de chômage de 0,3 point à 10,7% au niveau national et de 0,7 point à 15,7% en milieu urbain.

Sur le marché immobilier, les prix ont connu une progression de 2,5% au premier trimestre qui a concerné toutes les catégories d'actifs. En parallèle, les transactions ont accusé un recul de 13,9%, reflétant particulièrement une baisse des ventes d'appartements et du foncier. Au niveau du marché boursier, après l'importante hausse enregistrée en 2016, l'indice de référence a affiché une contreperformance de 2,3% au premier trimestre et de 0,5% en mai. Quant au volume des transactions, il est resté faible, ressortant en moyenne mensuelle à 2,9 milliards de dirhams en avril et mai contre 4,7 milliards au premier trimestre 2017.

Pour ce qui est de l'inflation, elle a fortement décéléré, passant de 1,3% au premier trimestre 2017 à 0,3% en avril. Cette évolution est liée principalement à l'accentuation de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils de 0,5% à 7,5% et dans une moindre mesure, au ralentissement de 19,5% à 11,2% de la hausse des prix des carburants et lubrifiants. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est accélérée de 1,4% à 1,5% et le rythme de progression des tarifs des produits réglementés est passé de 0,7% à 0,8%.

En termes de perspectives, l'activité économique mondiale devrait continuer à s'améliorer. La croissance s'accélérait dans la zone euro à 1,8% en 2017 avant de revenir à 1,6% en 2018 et se raffermirait aux Etats-Unis à 2,1% en 2017 et à 2,2% en 2018. La situation du marché de travail devrait également poursuivre son amélioration. Le taux de chômage devrait revenir à 4,7% en 2017 et à 4,6% en 2018 aux Etats-Unis et à 9,4% et 9,1% respectivement dans la zone euro. Dans les principaux pays émergents, la Russie et le Brésil devraient sortir de la récession, alors qu'en Chine et sous l'effet de la politique du rééquilibrage de l'économie, le ralentissement de l'activité devrait se poursuivre.

Sur les marchés des matières premières, après la hausse observée au premier trimestre 2017, les cours des produits alimentaires devraient continuer à évoluer proche de leur niveau actuel. En revanche, et tenant de l'augmentation

de la production du schiste aux Etats-Unis et de la dernière décision des pays de l'OPEP de prolonger la réduction de production pour neuf mois, les prix du pétrole continueraient à évoluer à des niveaux modérés. Ils devraient s'établir à 51,8\$/baril en 2017 et à 50,7\$/baril en 2018. Pour ce qui des phosphates, les cours poursuivraient leur évolution à des niveaux bas, avec toutefois une hausse du prix du DAP, plus importante que prévu en mars, en raison essentiellement de la hausse de la demande mondiale face à une offre limitée. Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro devrait augmenter sensiblement passant de 0,2% en 2016 à 1,8% en 2017 et 1,7% en 2018. Aux Etats-Unis, elle devrait s'accélérer à 2,6% en 2017 avant de revenir à 2,2% en 2018.

Au plan national, la situation des comptes extérieurs devrait légèrement s'aggraver à moyen terme. Les importations devraient poursuivre leur hausse avec notamment une importante augmentation de la facture énergétique en 2017 et une poursuite de la progression des achats de biens d'équipement. En parallèle, Les exportations augmenteraient de 6,3% en 2017 et leur rythme se consoliderait à 5,2% en 2018, soutenues par une reprise des ventes de phosphates et dérivés et par la poursuite de la dynamique du secteur automobile. Tenant compte de la stabilité de la progression des recettes voyage et des transferts des MRE et d'une entrée annuelle de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards de dirhams en 2017 et en 2018, le déficit du compte courant se situerait à 4,6% du PIB en 2017 et à 4% en 2018. Sous l'hypothèse d'un afflux d'IDE équivalent à 3,2% du PIB en 2017 et à 3,5% en 2018, la prévision des réserves internationales nettes a été revue à la baisse. Celles-ci devraient assurer la couverture de 6 mois d'importations de biens et services à moyen terme.

Tenant compte de cette révision, la situation de la liquidité bancaire devrait ressortir déficitaire à 34,6 milliards au terme de 2017 et à 43,5 milliards à fin 2018. En dépit de ce creusement, les conditions monétaires devraient rester accommodantes à moyen terme avec un taux de change effectif réel quasi stable sur l'horizon de prévision. Dans ces conditions, le crédit bancaire au secteur non financier devrait poursuivre sa reprise, avec un rythme de 4,5% en 2017 et de 5% en 2018.

Au niveau des finances publiques, après un dépassement du déficit budgétaire par rapport à la cible de la loi des finances, l'ajustement budgétaire devrait reprendre, à un rythme quasiment inchangé comparativement à l'exercice de mars. Le déficit budgétaire devrait ainsi revenir de 4,1% du PIB en 2016 à 3,6% en 2017 et à 3,4% en 2018.

Sur le plan des comptes nationaux, après un taux de 1,2% en 2016, la croissance devrait s'accélérer à 4,4% en 2017 et revenir à 3,1% en 2018. Tenant compte d'une production céréalière de 102 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole devrait progresser de 13,4% en 2017, avant de reculer de 0,9% en 2018 sous l'hypothèse d'une campagne agricole normale. Pour leur part, les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration avec une croissance de 3,3% en 2017 et de 3,6% en 2018.

Dans ces conditions, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer à 1,6% en 2017 et à 1,9% en 2018. Les prix des carburants et lubrifiants devraient enregistrer une hausse en 2017 avant de se stabiliser en 2018 et ceux des produits alimentaires à prix volatils devraient baisser en 2017 avant de stagner en 2018. Au total, l'inflation ralentirait à 0,9% en 2017 au lieu de 1,1% communiqué dans le RPM de mars et augmenterait à 1,6% en 2018.

Ces prévisions restent toutefois assujetties à plusieurs risques avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et équilibrée pour l'inflation. En effet, plusieurs risques pourraient impacter la trajectoire de la croissance



à moyen terme. Ils concernent notamment l'orientation future de la politique américaine et son impact sur l'activité mondiale, une appréciation plus importante que prévue du dollar en relation avec la normalisation plus rapide de la politique de la FED.

En ce qui concerne les risques entourant la prévision centrale de l'inflation, une baisse plus importante des prix internationaux du pétrole ou une appréciation importante du taux de change effectif pourraient engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation. En revanche, une poursuite de l'orientation à la hausse des prix à l'international des produits alimentaires ou une éventuelle augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social pourraient entraîner une progression plus élevée que prévue des prix à la consommation.



1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2017 indiquent que la croissance dans les principaux pays avancés est restée à un niveau relativement soutenue. Ainsi, elle s'est stabilisée aux Etats-Unis, a légèrement ralenti au Japon et s'est améliorée dans la zone euro et au Royaume-Uni. S'agissant des pays émergents, la croissance en Chine a marqué sa deuxième hausse consécutive, alors qu'en Inde, elle a accusé une nette baisse. Au Brésil, la récession, quoiqu'en atténuation, s'est poursuivie, tandis qu'en Russie, la croissance a enregistré sa première hausse au quatrième trimestre 2016 et ce, après sept trimestres consécutifs de baisse. Au niveau du marché de l'emploi, le taux de chômage a poursuivi en mai sa baisse aux Etats-Unis avec une diminution de création d'emplois, et a régressé en avril dans la zone euro. S'agissant des marchés financiers, ils ont été marqués au cours du mois de mai par une hausse des principaux indices boursiers et des évolutions contrastées des taux de rendement souverains des pays avancés. Sur les marchés internationaux des matières premières, les données font ressortir une baisse des prix des produits énergétiques et agricoles et une forte progression des cours des métaux de base. Dans ces conditions, l'inflation a reculé en mai dans la zone euro et a diminué aux Etats-Unis pour le troisième mois successif. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Au premier trimestre 2017, la croissance s'est stabilisée aux Etats-Unis à 2%, et dans la zone euro, elle a progressé à 1,9% après 1,8% un trimestre auparavant. Elle a reculé de 1,2% à 1,0% en France, de 1,8% à 1,7% en Allemagne, s'est stabilisée à 3% en Espagne, et a poursuivi sa tendance haussière pour le troisième trimestre consécutif en Italie pour s'établir à 1,2%.

Au Royaume-Uni, malgré les incertitudes liées au Brexit, la croissance est restée soutenue au premier trimestre 2017, enregistrant une hausse à 2% après 1,9% le trimestre précédent. Quant au Japon, la croissance a reculé au premier trimestre à 1,3% contre 1,6% un trimestre auparavant.

Dans les pays émergents, la croissance s'est légèrement accélérée en Chine à 6,9% au premier trimestre 2017 après 6,8% le trimestre précédent, en lien notamment avec le renforcement de la production industrielle et l'amélioration de l'investissement immobilier. En Inde, elle a été nettement freinée par le choc de la démonétisation, revenant de 6,7% à 5,6%, soit son niveau le plus faible depuis 3 ans.

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

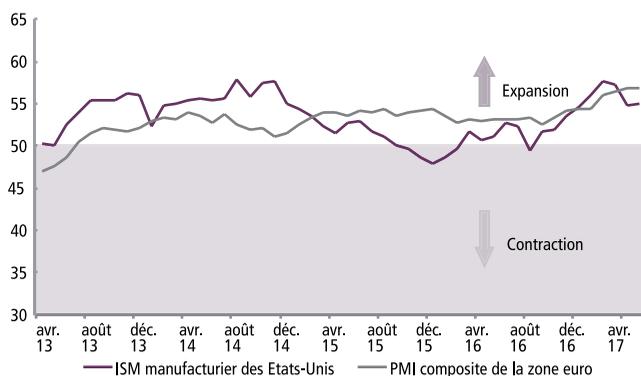
	2015			2016			2017	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Pays avancés								
Etats-Unis	3,0	2,2	1,9	1,6	1,3	1,7	2,0	2,0
Zone euro	2,0	1,9	2,0	1,7	1,6	1,8	1,8	1,9
France	0,9	0,8	1,0	1,2	1,2	0,9	1,2	1,0
Allemagne	1,8	1,7	1,3	1,9	1,8	1,7	1,8	1,7
Italie	0,7	0,7	1,0	1,1	0,8	1,0	1,1	1,2
Espagne	3,1	3,4	3,6	3,4	3,4	3,2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

Source : Thomson Reuters Eikon.

De même, la récession s'est poursuivie au Brésil avec toutefois une atténuation de la contraction du PIB de -2,5% à -0,4%, tandis qu'en Russie, les dernières données disponibles du quatrième trimestre 2016 indiquent une première hausse de la croissance après sept trimestres consécutifs de baisse, s'établissant à 0,3% contre -0,4% le trimestre précédent.

S'agissant des indicateurs à haute fréquence, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a enregistré une légère hausse en mai 2017, passant de 54,8 points à 54,9 points. Dans la zone euro, l'indice PMI composite est resté inchangé à 56,8 points en mai 2017, soit son plus haut niveau depuis 6 ans.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour s'établir à 4,3% en mai, avec une création de 138.000 postes d'emplois contre 174.000 en avril. Dans la zone euro, il a diminué à 9,3% en avril, reflétant une baisse de 18,1% à 17,8% en Espagne et de 11,5% à 11,1% en Italie, alors qu'il a stagné à 3,9% en Allemagne et à 9,5% en France. Quant au Royaume-Uni, les chiffres de février indiquent un taux de chômage en baisse à 4,4% au lieu de 4,5% le mois précédent.

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

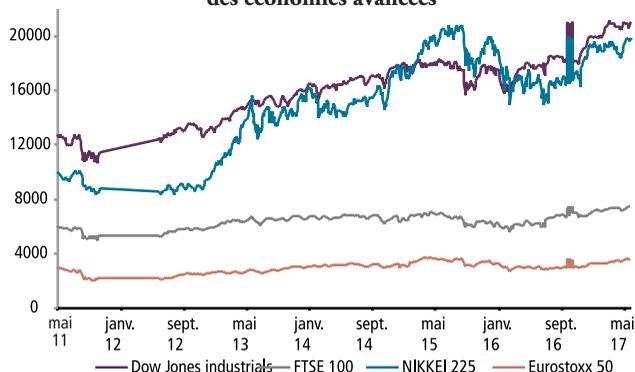
	2015	2016	2017		
			mars	avril	mai
Etats-Unis	5,3	4,9	4,5	4,4	4,3
Zone euro	10,9	10,0	9,4	9,3	n.a
France	10,4	10,1	9,5	9,5	n.d
Italie	11,9	11,7	11,5	11,1	n.d
Allemagne	4,6	4,1	3,9	3,9	n.d
Espagne	22,1	19,6	18,1	17,8	n.d
Royaume-Uni	5,3	4,8	n.a	n.a	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

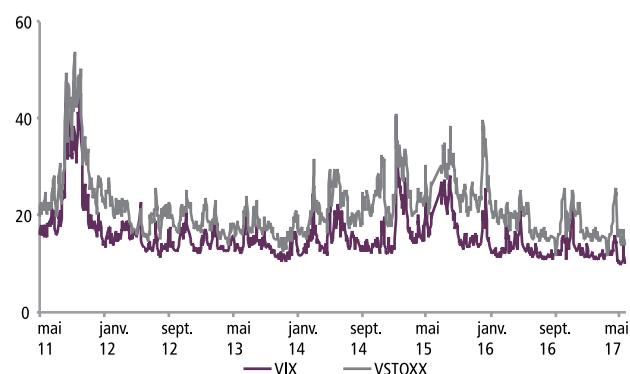
Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont enregistré entre avril et mai des hausses de 3,4% pour l'EUROSTOXX50, de 5,1% pour le NIKKEI 225, de 1,8% pour le FTSE 100 et de 1,2% pour le Dow Jones. En termes de volatilité, le VSTOXX a baissé de 20,6 points de base en avril à 15,1 en mai et le VIX est revenu de 13,3 points de base à 10,9.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters Eikon.

Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 3,3%, traduisant notamment des hausses de 6,9% de l'indice de la Turquie, de 3,7% de celui de la Chine et de 1,4% de celui de l'Inde.

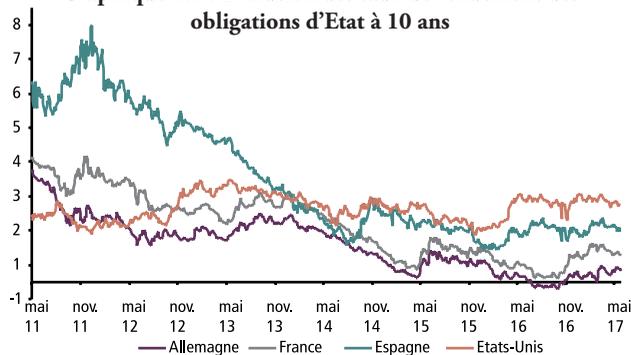
Concernant les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans dans les économies avancées a enregistré des évolutions divergentes entre avril et mai.

Il a augmenté de 0,3% à 0,4% pour l'Allemagne et a diminué de 0,9% à 0,8% pour la France, de 2,3% à 2,2% pour l'Italie et de 6,8% à 5,8% pour la Grèce. Ce taux a par ailleurs stagné à 1,6% pour l'Espagne et à 2,3% pour les Etats-Unis.

S'agissant des principales économies émergentes, à l'exception de la Turquie où il a diminué de 10,6% à 10,3%, le taux de rendement à 10 ans a marqué une hausse de 9,9% à 10,2% pour le Brésil, de 3,4% à 3,6% pour la Chine et de 6,8% à 6,9% pour l'Inde.

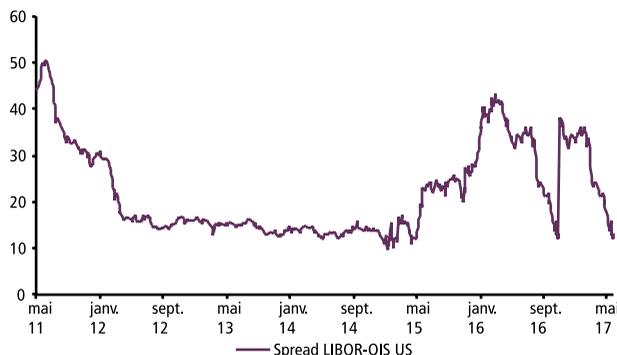
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a stagné entre avril et mai à -0,33% et le Libor de même maturité à 1,2%. Le spread Libor-OIS dollar, quant à lui, est revenu de 20,5 points de base à 14,5. S'agissant du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré entre mars et avril une décélération de 4,7% à 4,5% aux Etats-Unis et de 2,3% à 2,2% dans la zone euro.

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



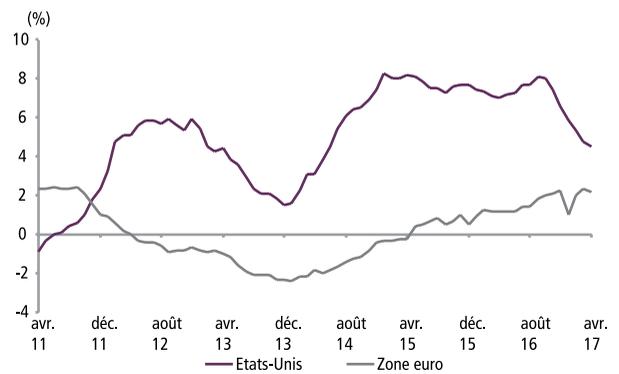
Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.5: Evolution du Spread Libor-OIS



Source : Thomson Reuters Eikon.

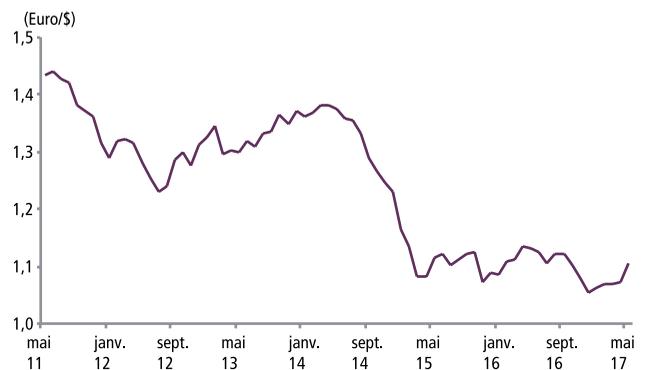
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de change, l'euro est resté inchangé à 1,1 dollar entre avril et mai et s'est apprécié de 0,6% et 5,1% vis-à-vis de la livre sterling et du yen japonais respectivement. Quant à l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est déprécié de 1,9%, tandis que la lire turque et la roupie indienne se sont appréciées de 2,4% et 0,2% respectivement. Le yuan chinois, quant à lui, a stagné à 6,9 yuans pour un dollar entre avril et mai.

Graphique 1.7 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les décisions des banques centrales, la FED a décidé le 14 juin de relever la fourchette cible de son taux directeur d'un quart de point de pourcentage pour s'établir entre 1% et 1,25% et ce, compte tenu des conditions actuelles et attendues au niveau du marché du travail et de l'inflation. Elle a indiqué que l'orientation de la politique monétaire reste accommodante favorisant ainsi un renforcement supplémentaire des

conditions du marché du travail et un retour soutenu de l'inflation à 2%. Elle a également souligné qu'elle maintient sa politique existante de réinvestissement de l'intégralité des titres qu'elle détient et qui sont arrivés à échéance, et qu'elle entamerait au cours de cette année la mise en œuvre d'un programme de normalisation de son bilan, à condition que l'économie évolue dans son ensemble comme prévu.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé le 15 juin de maintenir inchangé son taux directeur à 0,25% et de poursuivre son programme d'achats d'obligations notées « investment-grade » d'entreprises non financières britanniques d'un montant de 10 milliards de livres sterling, son programme d'achats d'obligations d'Etat à hauteur de 60 milliards de livres sterling, portant ainsi le montant total du stock de ses achats d'actifs à 435 milliards de livres sterling.

De même, la BCE a décidé le 8 juin de maintenir son taux directeur à 0%, tout en indiquant qu'elle continue de prévoir que ses taux resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs. En ce qui concerne les mesures non conventionnelles de politique monétaire, elle a confirmé que les achats nets d'actifs devraient être réalisés, au rythme mensuel actuel de 60 milliards d'euros, jusqu'à fin décembre 2017 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce qu'elle observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif. En outre, elle a précisé que si les perspectives deviennent moins favorables ou si les conditions financières ne permettent plus de nouvelles avancées vers un ajustement durable de l'évolution de l'inflation, elle se tient prête à accroître le volume et/ou à allonger la durée du programme.

Au niveau des pays émergents, la Banque centrale de Russie a décidé le 16 juin de réduire son taux directeur à 9%. De même, la Banque centrale du Brésil a décidé le 31 mai de réduire son taux directeur d'un

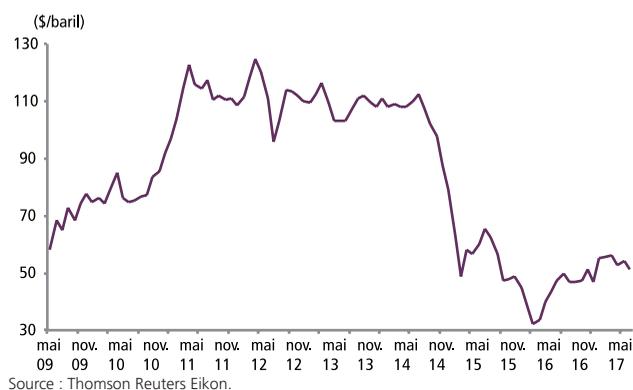
point de pourcentage à 10,25%, soit la sixième baisse consécutive. Pour sa part, la Banque de Réserve de l'Inde a décidé le 7 juin de maintenir inchangé son taux directeur à 6,25%.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Au cours du mois de mai, le prix moyen du Brent a accusé une baisse de 4,8%, s'établissant en moyenne à 51,4 dollars le baril après 54 dollars en avril. Cette évolution s'explique d'une part par la forte production de pétrole de schiste aux Etats-Unis et d'autre part, par la réaction négative du marché à l'accord des producteurs de mai 2017 ; les investisseurs s'attendant en effet à des réductions plus importantes de la production. Par ailleurs, le cours du Brent est ressorti en hausse de 8,1%, en glissement annuel.

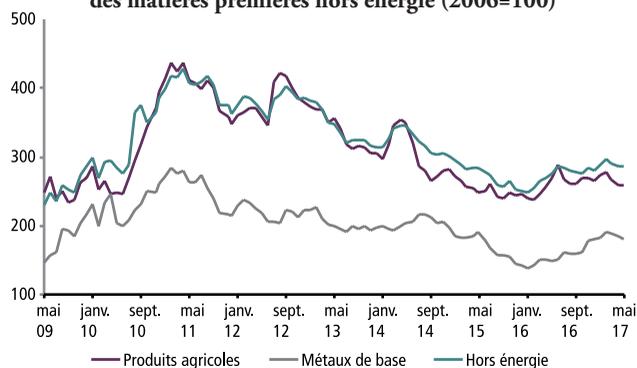
Graphique 1.8 : Cours mondial du Brent en dollar



1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Pour leur part, les cours des produits hors énergie ont affiché une hausse en mai, l'indice Dow Jones-UBS y afférent s'étant légèrement accru de 3,5% en glissement annuel. Cette évolution recouvre d'une part, la forte progression de 22,4% des cours des métaux de base et d'autre part, le repli de 3,9% de l'indice des prix des produits agricoles.

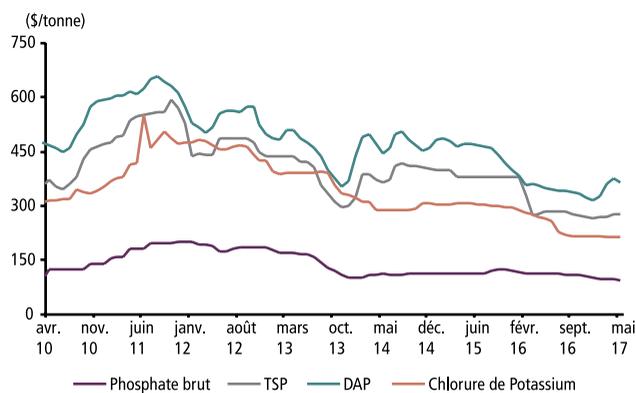
Graphique 1.9 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (2006=100)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur le marché mondial des phosphates et dérivés, le cours du brut a accusé une baisse de 3,1% entre avril et mai revenant de 96 à 93 dollars la tonne. De même, les cours se sont repliés de 1,1% pour le TSP à 273 dollars la tonne, de 2,5% pour le DAP à 357 dollars la tonne et de 12,2% pour l'urée à 180 dollars la tonne. Pour ce qui est du Chlorure de Potassium, il a enregistré une hausse de 0,9% à 216 dollars la tonne entre avril et mai. En glissement annuel, les cours ont accusé en mai des baisses de 19,1% pour le phosphate brut, de 18,2% pour le Chlorure de Potassium, de 10% pour l'urée et de près de 4% pour le TSP, alors que pour le DAP, le prix a connu une hausse de 2,3%. Pour ce qui est des produits agricoles, le prix du blé dur a marqué un accroissement de 8,7% d'un mois à l'autre, et a augmenté de 5,1% en glissement annuel.

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



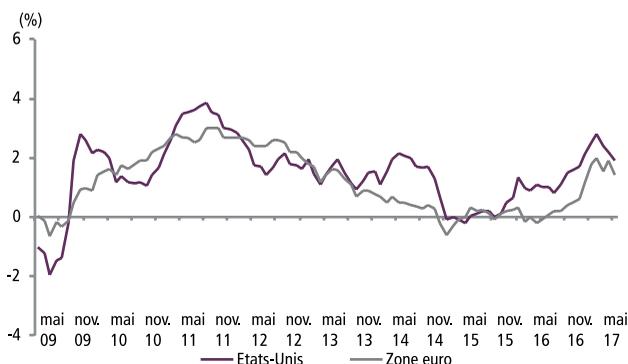
Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation dans le monde

Aux Etats-Unis, l'inflation a poursuivi sa décélération entamée en mars, revenant de 2,2% en avril à 1,9% en mai, tandis qu'elle a connu une accélération de 2,7% à 2,9% au Royaume-Uni. Selon une estimation provisoire d'Eurostat pour le mois de mai, le taux d'inflation dans la zone euro a marqué un recul de 1,9% à 1,4%, reflétant des baisses de 2% à 1,4% en Allemagne, de 2,6% à 1,9% en Espagne, de 2% à 1,5% en Italie et de 1,4% à 0,9% en France. Pour ce qui est de l'inflation au Japon, les dernières données disponibles demeurent celles d'avril et font état d'une hausse de 0,2% à 0,4%.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation a enregistré en mai une hausse de 1,2% à 1,5% en Chine, et a accusé un repli de 4,1% à 3,6% au Brésil et, elle a légèrement baissé en avril de 4,2% à 4,1% en Russie.

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



Source : Eurostat. et BLS.

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

	2015	2016	2016/2017		
			mars	avr.	mai
Etats-Unis	0,1	1,3	2,4	2,2	1,9
Zone Euro	0,0	0,2	1,5	1,9	1,4
Allemagne	0,1	0,4	1,5	2,0	1,4
France	0,1	0,3	1,4	1,4	0,9
Espagne	-0,5	-0,2	2,3	2,6	1,9
Italie	0,1	-0,1	1,3	2,0	1,5
Royaume-Uni	0,1	0,6	2,3	2,7	2,9
Japon	0,8	-0,1	0,2	0,4	n.d.

Source : Thomson Reuters Eikon et FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin mars 2017, les exportations ont progressé de 3,4%, sous l'effet principalement d'une amélioration des expéditions de phosphates et dérivés et dans une moindre mesure des ventes du secteur « Agriculture et agro-alimentaire ». En parallèle, les importations ont enregistré un accroissement de 10,7%, tiré principalement par une hausse de plus de moitié de la facture énergétique et celle de 13% des achats de biens d'équipement. Ainsi, le solde commercial s'est aggravé de 8,3 milliards à 45,9 milliards, ramenant ainsi le taux de couverture de 60,8% à 56,8%. S'agissant des transferts des MRE et des recettes de voyages, ils ont affiché des baisses respectives de 1,2% et de 4,9%. Tenant compte notamment d'une entrée d'IDE à 6,7 milliards de dirhams, les réserves internationales nettes à fin mars se sont renforcées de 4,3% à 246,8 milliards, soit l'équivalent de 6 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

La hausse des exportations enregistrée au cours du premier trimestre reflète principalement l'accroissement de 11,1% des ventes de phosphates et dérivés à 10,3 milliards. Par produit, les exportations des dérivés ont augmenté de 12,8%, avec une hausse de 46,8% des volumes expédiés pour les engrais naturels et chimiques, et de 6% pour l'acide phosphorique. Les expéditions de phosphates bruts ont, pour leur part, progressé de 1,4% en valeur et de 24,4% en quantité.

De même, les exportations du secteur « Agriculture et agro-alimentaire » ont augmenté de 4,2% à 15,3 milliards, alors que les ventes du secteur d'automobile ont baissé de 1,2% et celles du secteur de textile et cuir de 2,5%.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations

Secteurs	mars-17	mars-16	Variations	
			En valeur	En %
Exportation (FAB)	21 219	19 339	1 880	9,7
Automobile	8 630	6 893	1 737	25,2
Agriculture et Agro-alimentaire	3 583	2 913	670	23,0
Phosphates et dérivés	33 434	33 808	-374	-1,1
Textile et Cuir	6 226	5 973	253	4,2
Aéronautique	12 106	12 729	-623	-4,9
Electronique	12 215	14 469	-2 254	-15,6
Industrie pharmaceutique	1 100	1 048	52	5,0
Autres	26 846	28 792	-1 946	-6,8

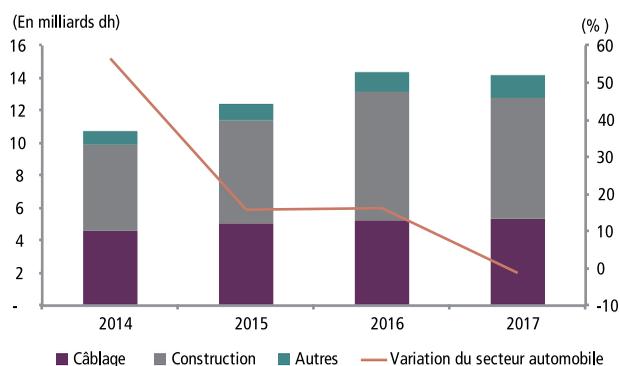
Source : Office des changes.

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

	mars 2017/mars 2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphates bruts	1,4	24,4	-18,5
Engrais naturels et chimiques	29,0	46,8	-12,1
Acide phosphorique	-12,9	6,0	-17,8

Source : Office des changes.

Graphique 2.1 : Ventilation des exportations du secteur automobile entre 2013 et 2016, à fin mars



Source : Office des changes.

2.1.2 Importations

Les importations ont progressé de 10,7% à 106,3 milliards de dirhams, en relation principalement avec un accroissement de 56,3% de la facture énergétique à 17,3 milliards. Par produit, les acquisitions ont marqué

des hausses de 85,3% pour le gasoil et fuel et de 34,3% pour le gaz de pétrole.

Dans le même sens, les achats de biens d'équipement se sont accrus de 13% à 30,2 milliards, suite en particulier à un accroissement de 43,2% pour les machines et appareils divers et de 27,9% pour les voitures industrielles. En revanche, les importations de produits alimentaires ont baissé de 2% à 10,9 milliards, en liaison principalement avec le repli de 27% des achats de blé, et les acquisitions de biens de consommation et de demi-produits ont quasiment stagné à 19,4 milliards et à 23,7 milliards de dirhams respectivement.

Au total, le déficit commercial s'est élevé à 45,9 milliards de dirhams en creusement de 21,9% ou 8,3 milliards en glissement annuel. Ainsi, le taux de couverture s'est situé à 56,8%, en baisse de 4 points de pourcentage par rapport à fin mars 2016.

Tableau 2.3 : Evolution des importations

Groupe de produits	mars 2017	mars 2016	Variations	
			En valeur	En %
Importations (CAF)	106 302	96 048	10 254	10,7
Produits énergétiques	17 292	11 065	6 227	56,3
Biens d'équipement	30 210	26 728	3 482	13,0
Produits bruts	4 735	4 311	424	9,8
Produits finis de consommation	19 385	19 220	165	0,9
Demi produits	23 703	23 553	150	0,6
Produits alimentaires	10 930	11 150	-220	-2,0

Source : Office des changes

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

	mars 2017/mars 2016		
	Valeur	Quantité	Prix
Blé	-27,0	-34,7	11,7
Gas-oils et fuel-oils	85,3	17,0	58,4
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	34,3	-1,7	36,5
Soufres bruts et non raffinés	-26,1	0,9	-26,7

Source : Office des changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

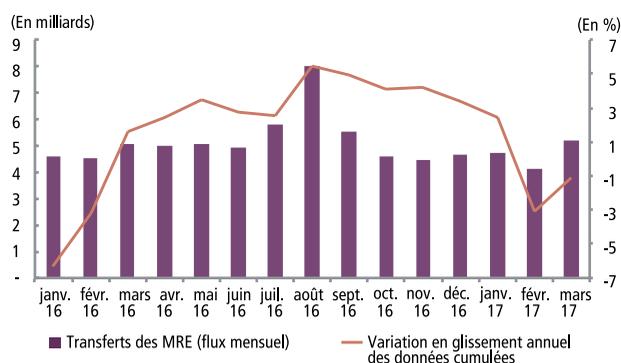
Concernant la balance des services, les recettes touristiques ont accusé une baisse de 4,9% à 12,1 milliards, alors que les dépenses se sont accrues de 23% pour s'établir à 3,6 milliards. Pour ce qui est du transport, les recettes ont augmenté de 4,2% et les dépenses ont marqué une hausse notable de 25,2%. En somme, la balance des services s'est soldée par un excédent de 12,2 milliards de dirhams, en baisse de 15,6% par rapport au même trimestre de l'année dernière. Pour ce qui est des transferts des MRE, ils ont baissé de 1,2% à 14 milliards de dirhams.

Tableau 2.5 : Evolution de la balance de services

(En millions de DH)	mars 2017	mars 2016	Evolution	
			En valeur	En %
Importations	21 219	19 339	1 880	9,7
Service de transport	8 630	6 893	1 737	25,2
Voyages	3 583	2 913	670	23,0
Exportations	33 434	33 808	-374	-1,1
Service de transport	6 226	5 973	253	4,2
Voyages	12 106	12 729	-623	-4,9
Solde	12 215	14 469	-2 254	-15,6

Source : Office des changes.

Graphique 2.2 : Evolution des transferts MRE (cumul en glissement annuel)



Source : Office des changes.

2.3 Compte financier

Le flux net d'IDE a affiché un léger recul de 94 millions de dirhams, résultat d'une baisse de 1,9 milliard des

entrées, plus importante que celle de 1,8 milliard des sorties. Compte tenu de ces évolutions et de celles des autres opérations financières, l'encours des réserves internationales nets s'est accru de 4,3% en glissement annuel à 246,8 milliards de dirhams, assurant ainsi la couverture de 6 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

Les données disponibles relatives au mois de mai indiquent un creusement du déficit commercial de 9,1 milliards, avec une hausse de 8,6% des importations et de 5,3% des exportations. L'augmentation des importations est tirée essentiellement par un accroissement de 42,7% de la facture énergétique à 28,3 milliards de dirhams et de 8,1% des achats de biens d'équipement à 50,6 milliards. La progression des exportations est liée principalement à la hausse de 6,7% des ventes du secteur « agriculture et agro-alimentaire » et de 7,9% de celles des phosphates et dérivés. Pour leur part, les transferts des MRE et les recettes voyages se sont stabilisés à 24,3 milliards et 22,8 milliards de dirhams. Tenant compte également d'entrées d'IDE d'un montant de 15,2 milliards de dirhams, l'encours des réserves internationales nettes s'est établi à 229,3 milliards de dirhams, assurant la couverture de 5 mois et 24 jours d'importations de biens et services.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre 2017, les conditions monétaires ont été caractérisées par une quasi stabilité du taux de change effectif réel et une hausse des taux débiteurs. S’agissant du crédit au secteur non financier, après avoir connu une nette amélioration en 2016, son rythme de progression ressort en léger ralentissement à 3%. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, le rythme des réserves internationales nettes a décéléré alors que les créances nettes sur l’administration centrale ont enregistré une importante hausse, marquant ainsi une rupture de leur mouvement baissier entamé depuis le premier trimestre 2016. Au total, le taux de progression de la masse monétaire s’est accéléré de 5,1% à 6%.

Sur le marché immobilier, les prix ont affiché un accroissement de 2,5% au premier trimestre qui a concerné toutes les catégories d’actifs. En parallèle, les ventes ont reculé de 13,9%, reflétant particulièrement la baisse de celles portant sur les appartements et le foncier. Sur le marché boursier, après la hausse importante enregistrée en 2016, le MASI a affiché une contreperformance de 2,3% au premier trimestre. Les transactions, pour leur part, sont restées faibles, s’établissant à 14,2 milliards de dirhams au T1-2017 contre une moyenne trimestrielle de 18,2 milliards en 2016. Au total, les évolutions récentes observées sur les marchés des actifs ne laissent pas présager des pressions inflationnistes.

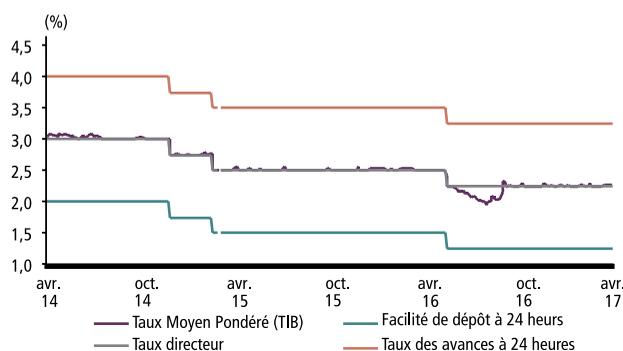
3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d’intérêts

Durant le premier trimestre 2017, le besoin en liquidité des banques est revenu à 15,7 milliards de dirhams en moyenne, traduisant notamment la baisse de la circulation fiduciaire. Ainsi, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 15,7 milliards, dont 11,2 milliards sous forme d’avances à 7 jours et 4,5 milliards au titre des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Les dernières données disponibles relatives aux mois d’avril et mai indiquent une accentuation du déficit de liquidité à 22,2 milliards.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur. Sur le marché des bons du Trésor, les taux sont demeuré quasiment inchangés pour les maturités courtes et en légère hausse pour celles à moyen et long terme. Sur le marché secondaire, les taux n’ont pas connu des variations significatives.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

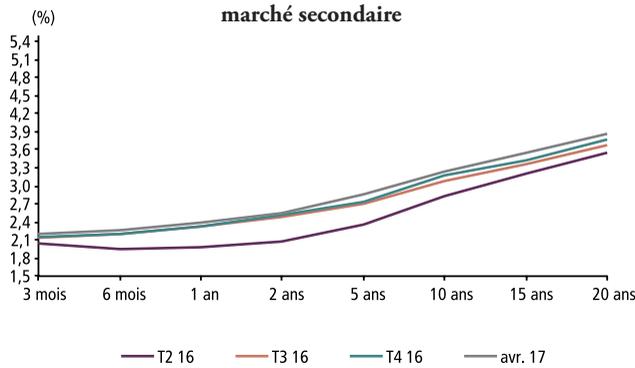


Source : BAM.

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

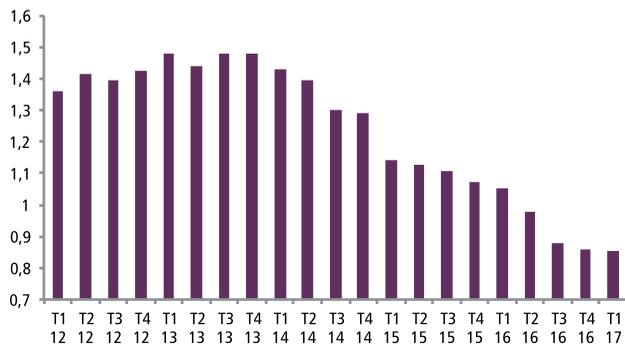
	2015				2016				2017
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avr.
52 semaines	2,67	2,60	2,60	2,57	1,93	2,33	2,30	2,32	-
2 ans	2,86	2,74	2,80	2,63	2,05	2,48	2,44	2,52	2,41
5 ans	3,24	3,17	3,14	2,92	2,30	2,71	2,69	2,83	2,76
10 ans	3,66	3,39	3,61	3,48	2,87	3,22	3,08	3,27	-
15 ans	4,07	4,06	4,05	3,77	3,22	-	-	3,87	-

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



Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt, au premier trimestre, se sont établis globalement à des niveaux très proches de ceux observés le trimestre précédent. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu une légère baisse de 10 points de base pour les dépôts à un an à 3,20% et se sont quasiment stabilisés pour les dépôts à 6 mois à 2,86%. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques serait resté quasiment inchangé durant le premier trimestre 2017.

Graphique 3.3: Evolution du coût de financement des banques



Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2017 font ressortir une hausse de 31 points de base du taux moyen global à 5,48%. Cette évolution reflète une augmentation de 33 points de base des taux aux entreprises, avec notamment des hausses de 36 points pour les prêts à l'équipement et de 25 points pour les facilités de trésorerie. De même, les taux assortissant les prêts aux particuliers ont

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

enregistré de légers accroissements de 5 points pour les prêts à l'habitat et de 7 points pour ceux destinés à la consommation.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2015				2016				2017
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Taux global	5,81	5,93	5,67	5,49	5,55	5,25	5,08	5,17	5,48
Crédits de trésorerie	5,77	5,95	5,65	5,48	5,44	5,16	4,98	5,24	5,49
Crédits à l'équipement	5,11	5,04	5,35	4,76	5,54	4,98	4,95	4,43	4,78
Crédits immobiliers	5,98	5,92	5,68	5,76	5,59	5,44	5,34	5,15	5,35
Crédits à la consommation	7,27	7,18	7,08	7,12	6,91	6,63	6,64	6,64	6,71

Source : BAM.

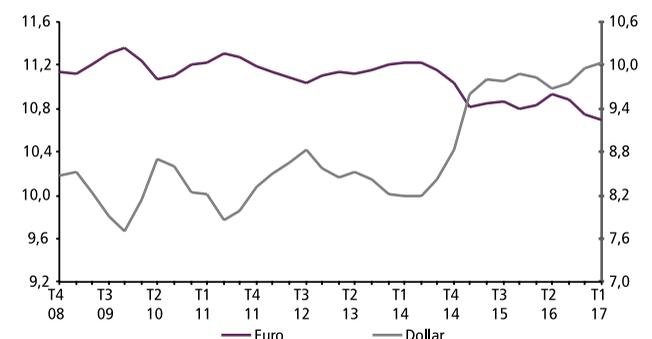
Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2014	2015				2016				2017
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
6 mois	3,71	3,64	3,60	3,56	3,46	3,31	3,18	2,94	2,90	2,86
12 mois	3,94	3,85	3,83	3,74	3,78	3,67	3,55	3,33	3,30	3,20

3.1.2 Taux de change

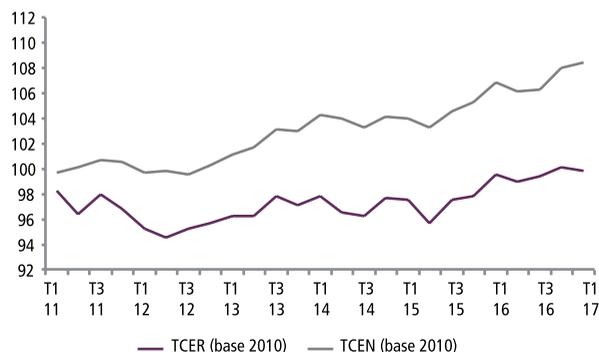
Durant le premier trimestre 2017, l'euro s'est déprécié de 1,3% par rapport au dollar américain, s'établissant à 1,06. Ainsi, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,48% face à l'euro et s'est dépréciée de 0,73% vis-à-vis du dollar américain. Comparativement aux devises de certains principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 12% par rapport à la livre turque tandis qu'il s'est déprécié de 5,3% vis-à-vis du réal brésilien. Par conséquent, le taux de change effectif s'est apprécié de 0,5% en termes nominaux. Tenant compte d'une inflation au Maroc globalement inférieure à celle des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel est resté quasiment stable.

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



Source : BAM

Graphique 3.5 : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)



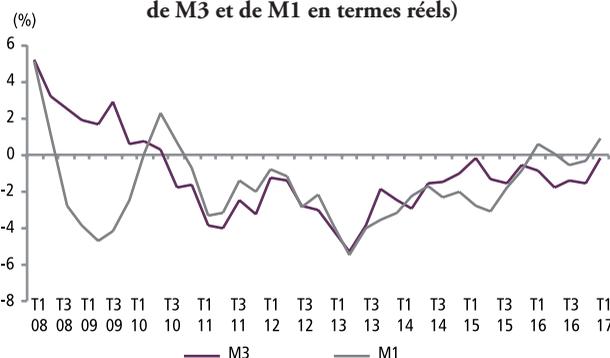
Sources : calcul de BAM et du FMI.

Sur le marché de change, le volume des opérations des banques avec la clientèle s'est accru de 5,5% au premier trimestre s'établissant en moyenne à 55,5 milliards de dirhams, dont 44,7 milliards au comptant et 10,8 milliards sous forme de transactions à terme. Concernant les opérations de Bank Al-Maghrib avec les banques, les cessions se sont établies en moyenne à 1,8 milliard de dirhams contre 754 millions au trimestre précédent. Dans ces conditions, la position nette de change des banques ressort à -3,5 milliards de dirhams après -2,7 milliards en moyenne au quatrième trimestre.

3.1.3 Situation monétaire

Le rythme de progression de la masse monétaire s'est accéléré de 5,1% au quatrième trimestre 2016 à 6% au premier trimestre 2017. Cette évolution reflète une hausse de 10,4% des créances nettes sur l'administration centrale après une baisse de 4,8% ainsi qu'une légère accélération de 4% à 4,2% du taux d'accroissement du crédit bancaire. En revanche, les réserves internationales nettes ont enregistré une augmentation de 6,9% après celle de 13,2%.

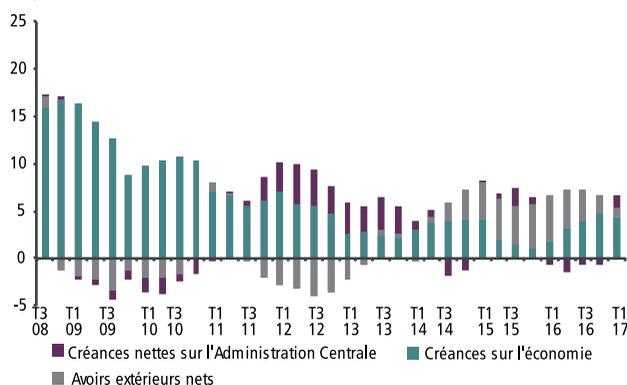
Graphique 3.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

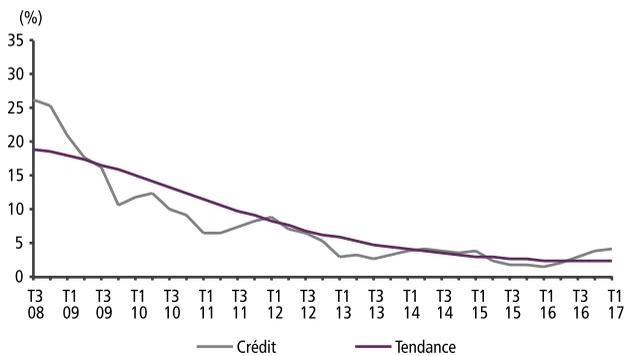
Source : BAM.

Graphique 3.7 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel (En points de %)



Source : BAM.

L'analyse par composantes de M3 fait ressortir une accélération du taux d'accroissement de 1,6% à 9,5% pour les dépôts en devise et de 1,1% à 16,5% pour les titres d'OPCVM monétaires. Pour sa part la monnaie fiduciaire s'est accrue de 5,7% au lieu de 5,5% un trimestre auparavant. Pour ce qui est des dépôts à vue, ils se sont accélérés de 6,8% après 5,3% pour les sociétés non financière privées tandis que ceux des ménages ont vu leur rythme ralentir de 7,9% à 7%. Quant aux dépôts à terme, ils ont connu des baisses de 16,5% pour les entreprises non financières privées, après celle de 11,6%, et de 9,1% pour les ménages après une hausse de 1,4%.

Graphique 3.8 : Variation en glissement annuel du crédit

Source : BAM

S'agissant du crédit bancaire, celui destiné au secteur non financier s'est accru de 3% après 3,7%. Cette évolution traduit un ralentissement de 3,9% à 2,2% du taux d'accroissement des prêts aux entreprises et de 5,3% à 3,8% de celui des concours aux particuliers. En revanche, les crédits aux entrepreneurs individuels ont affiché une hausse de 5% après un recul de 4,1% le trimestre précédent.

Ces évolutions ont été enregistrées dans un contexte marqué par une demande en stagnation et des critères d'offre du crédit globalement inchangés d'après les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al-Maghrif.

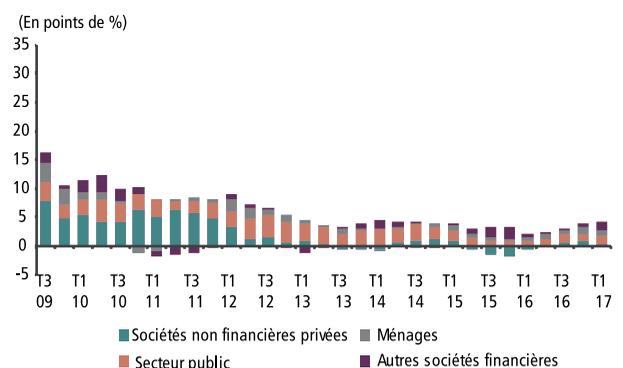
L'évolution du crédit reflète une décélération de 2% à 0,9% des concours alloués aux sociétés non financières privées avec une accentuation de la baisse de 0,2% à 4,7% des facilités de trésorerie. En revanche, leurs prêts à l'équipement se sont améliorés de 2,3% contre 1,8% et les crédits destinés à la promotion immobilière ont augmenté de 5,7%, marquant ainsi une rupture de la tendance baissière entamée depuis le deuxième trimestre 2014. Dans le même sens, les crédits accordés aux entreprises publiques ont ralenti de 20,5% à 12,6% en liaison notamment avec la décélération de 15,3% à 8,2% des prêts à l'équipement.

Concernant les crédits accordés aux entrepreneurs individuels, ils ont progressé de 5% après un recul de

4,1% observé au quatrième trimestre 2016. Cette évolution traduit une accélération de 40,5% à 44% des prêts à l'équipement et une atténuation de la baisse de 20,9% à 13,6% des facilités de trésorerie, ceux destinés à la promotion immobilière ayant toutefois accusé une nouvelle baisse de 10,7% quasi-similaire à celle enregistrée au trimestre précédent.

Par secteur d'activité, les prêts destinés à la branche « commerce » ont décéléré de 9,4% à 2,1% et ceux alloués aux « industries extractives » et à la branche « électricité, gaz et eau » ont enregistré des baisses respectives de 8,3% et de 1,2% après des hausses de 1,1% et de 2,1%. Pour ce qui est des concours destinés au secteur « bâtiment et travaux publics », leur rythme est revenu de 3,7% à 2,4% et ceux destinés aux « industries manufacturières » ont accusé une baisse de 2,2% plus accentuée que celle de 1,5% observée un trimestre auparavant.

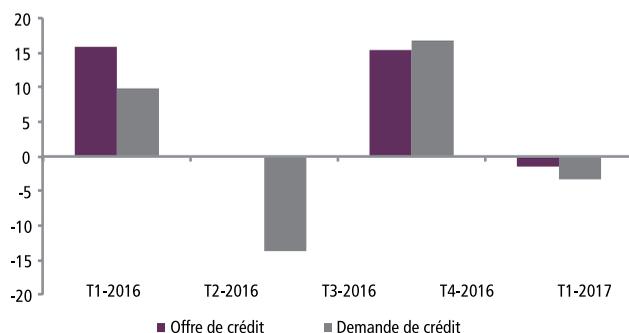
S'agissant des prêts aux particuliers, leur progression est revenue de 5,3% à 3,8%, reflétant le ralentissement aussi bien des crédits à l'habitat de 5,4% à 4,6% que ceux à la consommation de 5,6% à 4,6%.

Graphique 3.9 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit

Quant aux créances en souffrance, leur rythme a ralenti de 8,3% à 6,9%, traduisant une décélération de la progression des impayés des entreprises non financières privées de 16,2% à 7,2% alors que celles des ménages

ont augmenté de 5,2% contre un recul de 4,6%. Ainsi, le ratio des créances en souffrance au crédit bancaire ressort quasi-stable à 7,8%.

Graphique 3.10 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion)



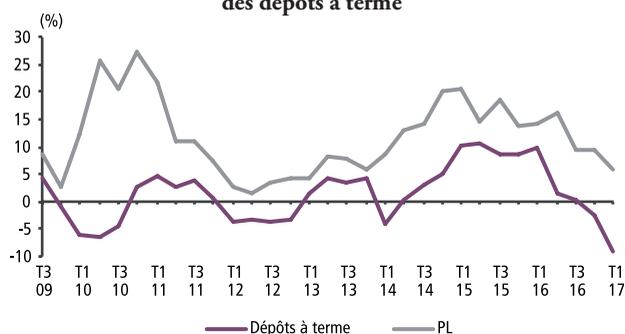
En parallèle, les prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire se sont accrus de 7,8%, au lieu de 6,3% un trimestre auparavant. Cette évolution s'explique essentiellement par une accélération de 3,5% à 6,4% des crédits distribués par les sociétés de financement, elle-même portée par une nette amélioration du crédit-bail de 7,3% à 10,6%. Quant aux prêts octroyés par les banques offshores, leur rythme de progression est revenu de 30,8% à 20,7%, avec notamment une décélération de 18,8% à 2,9% des facilités de trésorerie.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril 2017, indiquent une légère amélioration du crédit bancaire au secteur non financier à 3,2%. Les prêts destinés aux entreprises privées ont progressé de 1,7% après 0,9% et ceux aux ménages de 4,1% contre 3,7%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, ils ont enregistré une hausse de 5,8% après 9,4% au premier trimestre 2017, traduisant la décélération de 8,7% à 4,5% du taux d'accroissement de l'encours des bons du Trésor et de 10,8% à 2,7% de celui des OPCVM obligataires. En revanche, les titres des OPCVM

actions et diversifiés ont connu une expansion 40,7% après 18,7% le trimestre précédent.

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



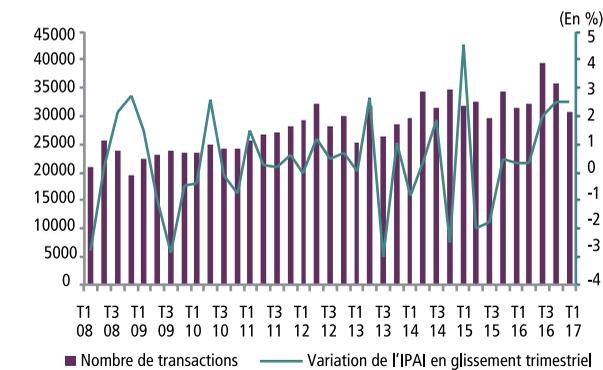
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Après une hausse de 0,9% en 2016, les prix des actifs immobiliers ont marqué une hausse de 2,5% en glissement trimestriel au premier trimestre 2017. Cette augmentation a concerné toutes les catégories d'actifs avec des taux de 2,3% pour les appartements, de 2,8% pour le foncier et de 4% pour les biens à usage commercial.

En parallèle, les transactions ont accusé un recul de 13,9%, reflétant les diminutions de celles de toutes les catégories d'actifs. En particulier, les ventes des appartements ont reculé de 11,9% et celles du foncier de 20,5%.

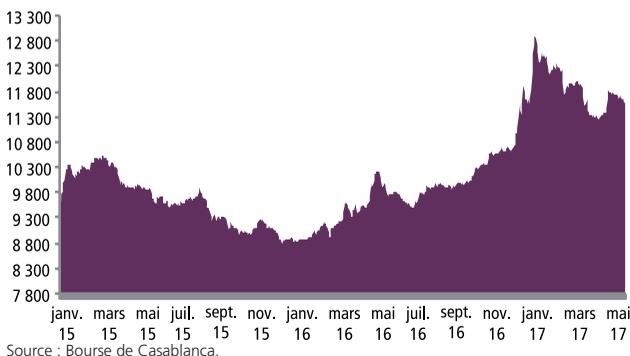
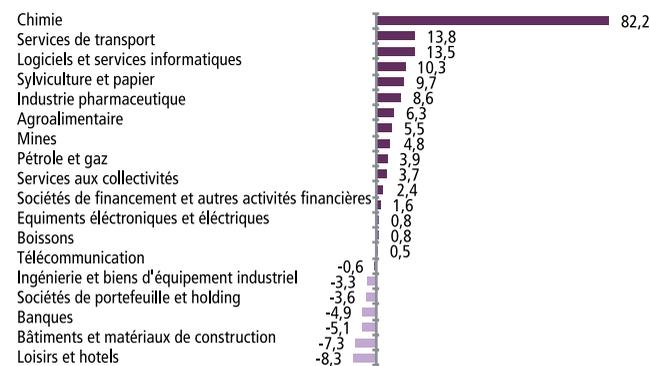
Dans les principales villes, à l'exception de Rabat et Kenitra, les prix ont marqué des hausses trimestrielles, allant de 0,7% à Meknès à 4,6% à El Jadida. Pour leur part, les transactions immobilières ont enregistré des hausses de 4,7% à Casablanca et de 3,5% à Tanger.

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

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Après l'importante hausse enregistrée en 2016, le MASI a affiché une contreperformance de 2,3% au premier trimestre 2017.

Graphique 3.13 : Evolution quotidienne de l'indice MASI**Graphique 3.14 : Evolution des indices sectoriels en 2016 (En %)**

Cette évolution s'explique principalement par les diminutions des valeurs des secteurs « bâtiments et matériaux de construction » de 7,3%, « banques » de 5,1% et « télécommunication » de 3,3%. En revanche, les indices « agroalimentaire » et « immobilier » ont réalisé des performances de 6,3% et de 2,4% respectivement.

Pour ce qui est du volume des transactions, il est revenu de 18,2 milliards de dirhams en moyenne trimestrielle en 2016 à 14,2 milliards au premier trimestre 2017, dont 12,5 milliards réalisés sur le marché central et 1,4 milliard sur le marché de blocs. Les opérations relatives aux augmentations de capital, d'apports de titres et de transferts ont, pour leur part, totalisé 352,2 millions de dirhams.

Dans ces conditions, la capitalisation boursière a connu une baisse trimestrielle de 1,5% à 574,5 milliards de dirhams. Le ratio de liquidité² a enregistré ainsi une légère hausse, à 7,3% après 6,4% en 2016.

Les données à fin mai indiquent une légère baisse de 0,5% du MASI et le volume de transactions s'est établi à 3,6 milliards de dirhams contre une moyenne mensuelle de 4,1 milliards sur les quatre premiers mois de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au premier trimestre 2017, les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 39 milliards, en hausse trimestrielle de près de 34%. Elles ont porté à hauteur de 57% sur la maturité moyenne et 35% sur la maturité courte, et ont été effectuées à des taux n'ayant pas connu de variations significatives par rapport au trimestre précédent.

Au cours du mois d'avril, les levées du Trésor se sont limitées à 1,1 milliard. Ces émissions ont été effectuées exclusivement sur les maturités moyennes et longues et

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

ont été assorties de taux en légère baisse par rapport au trimestre précédent pour les bons à moyen terme. Tenant compte d'un montant de remboursements de 6,4 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 498,6 milliards à fin avril, en hausse de 1,7% par rapport à décembre 2016.

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



Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

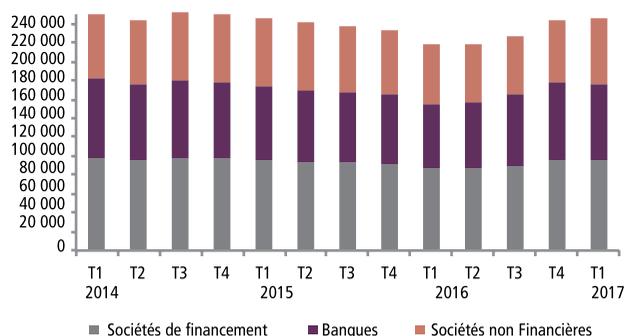
Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont limitées à 8,5 milliards de dirhams après 14,9 milliards au T4-16, et ont été effectuées à hauteur de 81% sur le marché des titres de créances négociables.

En ce qui concerne les levées des entreprises non financières, elles ont atteint 2,3 milliards de dirhams après 1,1 milliard en moyenne trimestrielle en 2016, dont 772,1 millions émis sur le marché des billets de trésorerie. Ces émissions ont été effectuées avec des taux globalement en légère baisse pour les différentes maturités.

Pour ce qui est des banques, les émissions ont porté principalement sur les certificats de dépôt à court terme pour un montant de 5,6 milliards de dirhams contre une moyenne trimestrielle de 7 milliards en 2016. Pour les sociétés de financement, les émissions ont porté sur un montant de 650 millions de dirhams.

En avril 2017, les émissions des titres de dette privée ont atteint 4,3 milliards de dirhams, dont 3,2 milliards émis par les banques, 1 milliard par les autres sociétés financières et 140 millions par les sociétés non financières. Tenant compte du montant des remboursements, l'encours de ces titres s'est situé à 163,5 milliards, en baisse de 1,6% par rapport à décembre 2016.

Graphique 3.16 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur (en millions de dh)



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

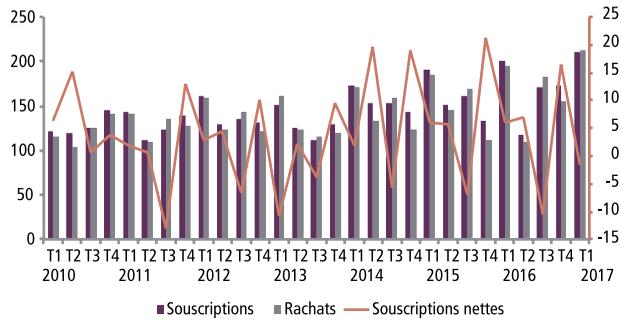
Au cours du premier trimestre 2017, les souscriptions aux titres OPCVM ont atteint 211 milliards de dirhams et les rachats 212,7 milliards, soit une décollecte nette de 1,8 milliard. Tenant compte d'une légère appréciation trimestrielle de 0,2% de l'indice de performance, l'actif net des OPCVM s'est établi à 374,8 milliards de dirhams à fin mars, en baisse de 0,2% d'un trimestre à l'autre. Par catégories de fonds, une baisse de 8,9% a été enregistrée pour l'actif net des OPCVM monétaires et de 4,3% pour celui des OPCVM obligations à courts termes. En revanche, les OPCVM contractuels et diversifiés ont vu leur actif net progresser de 33,1% et de 14,6% respectivement.

Les dernières données disponibles relatives aux deux premiers mois du deuxième trimestre³ indiquent un mouvement de collecte nette de 1,7 milliard de dirhams et une hausse de l'indice de performance de 0,9% par

³ Données arrêtées au 19 mai 2017.

rapport à fin mars. Dans ces conditions, l'actif net des fonds OPCVM ressort à 378,5 milliards de dirhams, en augmentation de 1% par rapport au trimestre précédent.

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



Source : Autorité Marocaine des marchés des capitaux.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Comparativement au projet de loi de finances, le rythme d'exécution des dépenses à fin avril 2017 ressort globalement en ligne à l'exception de l'investissement, des paiements d'intérêts et de la compensation. Pour les recettes fiscales, celles des impôts directs et des droits d'enregistrement et de timbre ont été réalisées en dépassement par rapport aux prévisions du projet de loi de finances, alors que les recettes non fiscales demeurent à un niveau de réalisation très faible, en liaison avec le retard d'encaissement des dons des pays du CCG et des transferts des entreprises et établissements publics au titre des monopoles.

L'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2017 fait ressortir un déficit en atténuation de 45,3% à 11,9 milliards. Les ressources ordinaires ont progressé de 4,5%, recouvrant une amélioration des rentrées fiscales et une forte diminution de celles non fiscales. En dépit d'une faible croissance économique en 2016, les recettes des impôts directs ont augmenté de 12,4% à 33,7 milliards de dirhams. De même, le produit des impôts indirects a augmenté mais à un rythme moindre, recouvrant une hausse de la TVA et une baisse de la TIC. En parallèle, les dépenses globales se sont légèrement alourdies de 0,4%, recouvrant, d'une part, un accroissement de la charge de compensation et des transferts aux collectivités territoriales et, d'autre part, une diminution de l'investissement du Trésor, des dépenses de biens et services et des intérêts de la dette. De son côté, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif à 11,2 milliards, en amélioration de 6,8 milliards.

Le Trésor a réduit ses arriérés de paiements de 1,6 milliard et le déficit de caisse est revenu à 13,5 milliards, contre 21,5 milliards à la même période de 2016. Ce besoin ainsi que le flux net extérieur négatif de 2,1 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant de 15,6 milliards. Ainsi, la dette publique directe aurait augmenté de 1% par rapport à son niveau de décembre 2016. S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles ressortent globalement favorables, les taux moyens pondérés s'étant quasiment stabilisés en moyenne de janvier à avril 2017 par rapport à la même période de 2016.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2017 a connu une amélioration des recettes fiscales qui a plus que compensé la diminution de celles non fiscales. Les recettes ordinaires ont ainsi progressé de 4,5% avec un accroissement de 7,8% des recettes fiscales à 78,7 milliards, soit un taux de réalisation de 34,8%, et une baisse de 47,5% de celles non fiscales à 2,7 milliards. L'évolution favorable du produit fiscal est attribuable principalement aux rentrées des impôts directs et de la TVA.

En effet, les recettes des impôts directs se sont accrues de 12,4% à 33,7 milliards, résultat de l'accroissement de 19,2% du produit de l'IS à 18,7 milliards et de 4,6% à 14,3 milliards de celui de l'IR. L'évolution des rentrées de l'IS serait impactée notamment par le

réaménagement des taux de cet impôt en instituant quatre taux proportionnels aux bénéficiaires nets. Cette mesure a été introduite par la loi de finances 2016 et appliquée à l'IS déclaré et payé en 2017. Quant aux rentrées de l'IR, elles reflètent une progression de 1,5% des recettes de l'IR sur les profits immobiliers à 1,4 milliard et une diminution de 5,5% de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel de la TGR à 2,7 milliards.

De leur côté, les impôts indirects ont enregistré une augmentation de 6,5% à 35,3 milliards de dirhams, recouvrant une progression de 9,1% des rentrées de la TVA à 27 milliards et un repli de 1,3% de celles de la TIC. Le produit de la TVA à l'intérieur a crû de 15,2% à 10,5 milliards et tient compte du remboursement de

crédits de la TVA d'un montant de 2 milliards contre 2,7 milliards à fin avril 2016. De même, les recettes de la TVA à l'importation se sont améliorées de 5,5% à 16,5 milliards, reflétant une hausse de 28,3% de la TVA sur les produits énergétiques et de 1,9% de celle sur les autres produits.

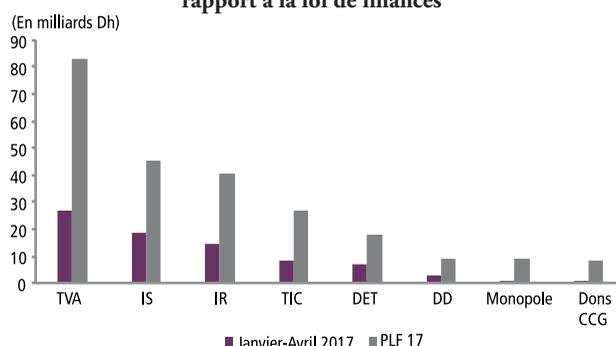
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)

	Janv. avr. 2016	Janv. avr. 2017	Var en %	PLF 2017	Réalisation par rapport au PLF (%)
Recettes ordinaires	78,5	82,0	4,5	251,4	32,6
Recettes fiscales	73,0	78,7	7,8	225,8	34,8
- Impôts directs	30,0	33,7	12,4	89,4	37,7
Dont I.S	15,7	18,7	19,2	45,6	41,1
I.R	13,7	14,3	4,6	40,9	35,1
- Impôts indirects	33,2	35,3	6,5	109,4	32,3
TVA*	24,7	27,0	9,1	82,8	32,6
TIC	8,4	8,3	-1,3	26,6	31,3
- Droits de douane	3,2	2,9	-7,9	8,9	32,9
- Enregistrement & timbre	6,6	6,7	1,8	18,1	37,4
Recettes non fiscales**	5,1	2,7	-47,5	22,3	12,0
- Monopoles	0,3	0,8	193,1	9,1	8,9
- Autres recettes	4,8	1,9	-61,4	13,2	14,0
dont Dons CCG	1,6	0,3	-77,9	8,0	4,4
Recettes des CST	0,5	0,7	42,3	3,3	21,1

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

Pour sa part, la TIC a drainé un total de 8,3 milliards, en diminution de 1,3%, consécutivement à la baisse de 3,5% de la TIC sur les tabacs à 3 milliards et de celle sur les produits énergétiques de 0,6% à 4,8 milliards. De même, les recettes des droits de douane ont reculé de 7,9% à 2,9 milliards, alors que le produit des droits d'enregistrement et de timbre a augmenté de 1,8% à 6,7 milliards.

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



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

Note :

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

Les recettes non fiscales se sont établies à 2,7 milliards, en baisse de 47,5%. Cette évolution recouvre le retard d'encaissement de dons du CCG, établis à 348 millions de dirhams à fin avril 2017 contre 1,6 milliard un an auparavant, et la hausse des recettes de monopoles de 276 millions à 809 millions, provenant principalement de l'Agence Nationale de la Conservation Foncière à hauteur de 300 millions, de Bank Al-Maghrib pour 271 millions et de l'Office des Changes pour 160 millions.

4.2 Dépenses publiques

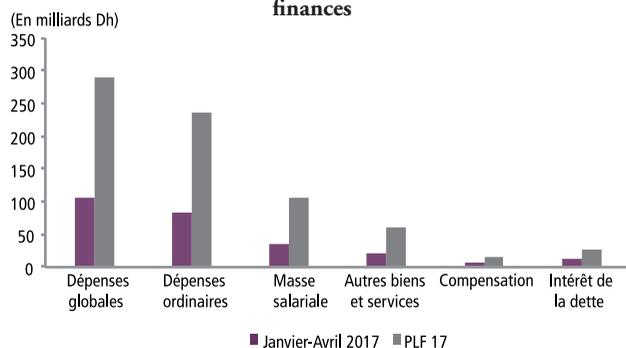
Les dépenses globales ont légèrement augmenté de 0,4% à 105,2 milliards, recouvrant l'accroissement de 1,8% à 82 milliards des dépenses ordinaires et l'allègement des investissements de 4,1% à 23,2 milliards. Les dépenses des biens et services ont reculé de 0,5% à 56,5 milliards, reflétant une quasi-stagnation de la masse salariale à 35,1 milliards de dirhams et une diminution de 1,2% des dépenses des autres biens et services à 21,4 milliards. L'évolution de ces dernières tient compte du recul des transferts aux établissements publics de 3,8% à 7,6 milliards et des versements aux comptes spéciaux du Trésor de 40% à 900 millions, les transferts au profit de la Caisse Marocaine des Retraites ayant en revanche augmenté de 25,7% à 4,4 milliards de dirhams.

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

	Janv. avr. 2016	Janv. avr. 2017	Variation En %	PLF 2017	Réalisation par rapport LF %
Dépenses globales	104,8	105,2	0,4	290,4	36,2
Dépenses ordinaires	80,6	82,0	1,8	234,8	34,9
Biens et services	56,8	56,5	-0,5	167,8	33,7
Personnel	35,1	35,1	-0,1	106,7	32,9
Autres biens et services	21,7	21,4	-1,2	61,1	35,1
Intérêt de la dette	12,6	11,5	-9,3	27,5	41,8
Compensation	3,7	5,9	59,5	14,7	40,3
Transferts aux CT	7,4	8,1	9,1	24,9	32,6
Investissement	24,2	23,2	-4,1	55,6	41,7

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

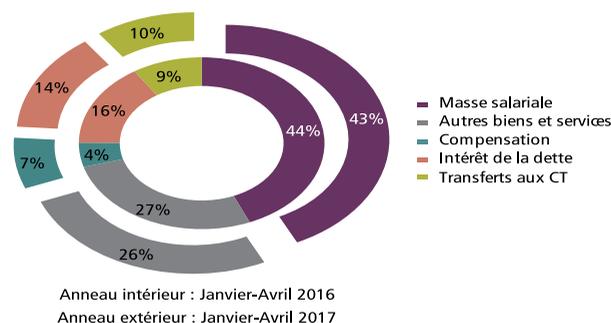
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des paiements d'intérêts de la dette, ils ont accusé un repli de 9,3% à 11,5 milliards, consécutivement à la diminution de 9,6% à 10,9 milliards des intérêts sur la dette intérieure et de 2,8% à 613 millions de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

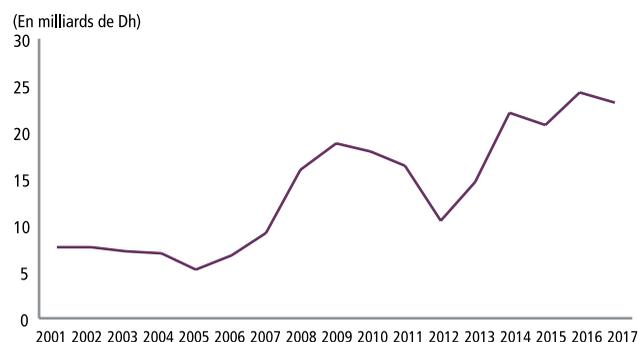


Anneau intérieur : Janvier-Avril 2016
Anneau extérieur : Janvier-Avril 2017

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

Pour ce qui est de la charge de compensation, elle a augmenté de 59,5% à 5,9 milliards. La hausse de la subvention relative au gaz s'explique en grande partie par la modification de la structure des prix opérée en juin 2016 et l'accroissement des prix du gaz sur les marchés internationaux. Pour sa part, le cours de change du dirham par rapport au dollar s'est déprécié de 2,8%, passant en moyenne à 10 contre 9,8 à fin avril 2016.

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



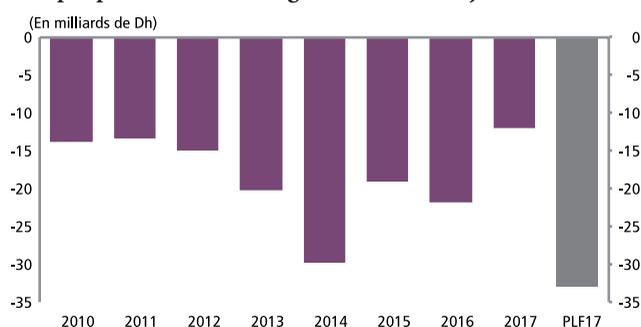
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Exécutées à hauteur de 41,7% de la programmation budgétaire, les dépenses d'investissement ont reculé de 4,1% à 23,2 milliards, recouvrant la baisse des dépenses des Ministères de 7,7% à 11,9 milliards et la hausse des charges communes de 5,3% à 11,4 milliards. Ces dernières tiennent compte des transferts aux comptes spéciaux du Trésor d'un montant de 10,6 milliards contre 10,1 milliards à fin avril 2016.

4.3 Déficit et financement du Trésor

Le déficit budgétaire au terme des quatre premiers mois de 2017 est ressorti en allègement de 9,9 milliards à 11,9 milliards, lié en partie à l'amélioration de 6,8 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 11,2 milliards. En outre, le Trésor a réduit son stock des arriérés de paiement de 1,6 milliard à 8,7 milliards¹, enregistrant par conséquent un déficit de caisse de 13,5 milliards, en atténuation de 8 milliards par rapport à son niveau à fin avril 2016.

¹ Estimation de Bank Al-Maghrib sur la base des flux mensuels.

Graphique 4.5 : Soldes budgétaires, cumul de janvier à avril


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

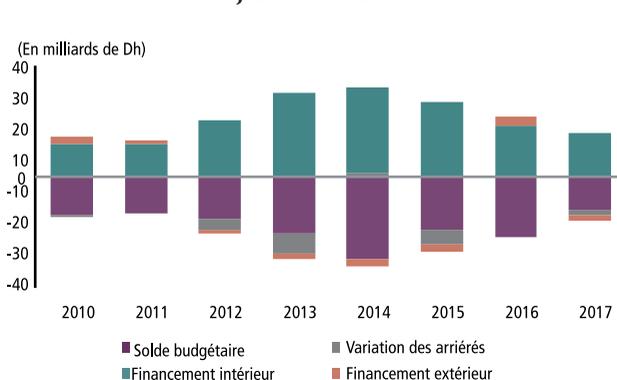
Le flux de financement net extérieur a été négatif à 2,1 milliards à fin avril 2017, au lieu d'un flux positif de 3,6 milliards à la même période de 2016. Ce flux sortant ainsi que le besoin de financement ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 15,6 milliards, en baisse de 2,3 milliards. Sur ce total, 8,6 milliards ont été levés sur le marché des adjudications et 6,8 milliards proviennent des circuits du Trésor, dont les dépôts ont augmenté de 4,5 milliards par rapport à leur niveau de décembre 2016.

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

	Janv. avr. 2016	Janv. avr. 2017	PLF 2017	Ecart absolu PLF/Janv.-Avr. 17
Solde ordinaire	-2,0	0,0	16,6	16,6
Solde des CST	4,4	11,2	6,0	-5,2
Solde primaire	-9,2	-0,4	-5,5	-5,1
Solde budgétaire	-21,8	-11,9	-33,0	-21,1
Variation des arriérés	0,3	-1,6	0,0	
Besoin de financement	-21,5	-13,5	-33,0	-19,5
Financement intérieur	17,9	15,6	20,5	4,9
Financement extérieur	3,6	-2,1	12,5	14,6

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

Les souscriptions nettes sur le marché des adjudications ont été effectuées principalement dans les bons à 52 semaines pour 11,2 milliards et dans les bons à 5 ans pour 4,2 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont concerné les bons à 26 semaines, à 2 ans et à 15 ans pour 5,5 milliards, 2,2 milliards et 2,7 milliards, respectivement.

Graphique 4.6 : Soldes budgétaires et financements cumul de janvier à avril*


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

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

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications sont restées globalement favorables. Les taux moyens pondérés TMP des maturités émises ont ainsi diminué de 6 point de base (pdb) à 3,07% en moyenne. Ce résultat recouvre des évolutions différenciées selon la maturité. En effet, les TMP des émissions sur les bons à 13 et à 26 semaines ont connu des baisses respectives de 15 pdb et 31 pdb. De même, les émissions sur 30 ans ont enregistré un repli de 23 pdb par rapport à la moyenne des TMP des quatre premiers mois de 2016. En revanche, les taux appliqués aux bons du Trésor à 15 ans ont progressé de 3,64% à 3,87%, soit 23 pdb en plus.

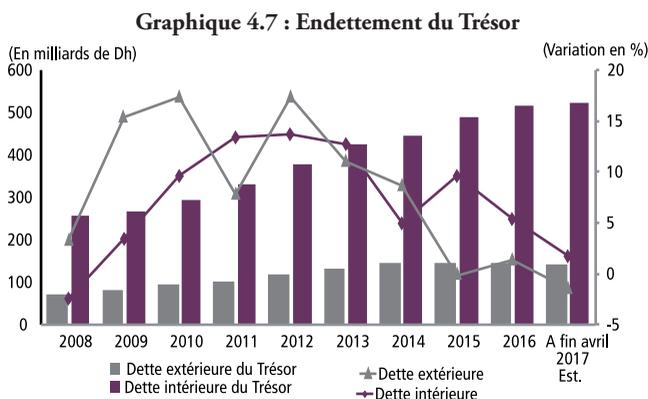
Tableau 4.4 : Perspectives d'endettement du Trésor (en milliards de dirhams)

	2012	2013	2014	2015	2016	A fin avr. 2017 Est*
Dettes extérieures du Trésor	116,9	129,8	141,1	140,8	142,8	140,7
Var en %	17,4	11,1	8,7	-0,2	1,4	-1,5
Dettes intérieures du Trésor	376,8	424,5	445,5	488,4	514,6	523,4
Var en %	13,7	12,6	5,0	9,6	5,4	1,7
Encours de la dette directe	493,7	554,3	586,6	629,2	657,4	664,1
Var en %	14,6	12,3	5,8	7,3	4,5	1,0

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

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

Au niveau de l'endettement du Trésor, les estimations basées principalement sur les flux de financement font ressortir une augmentation de 1% à fin avril 2017 par rapport au niveau de fin décembre 2016. Cette évolution reflète une régression de 1,5% de la composante extérieure et une hausse de 1,7% de celle intérieure.



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

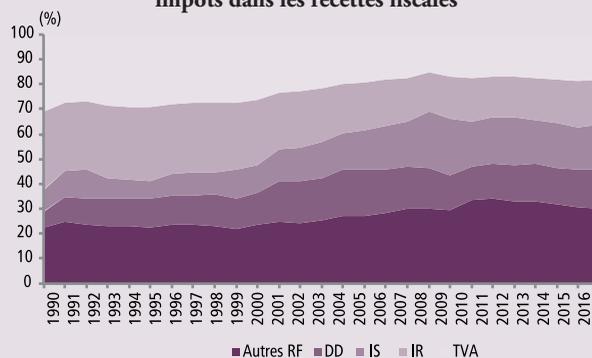
Encadré 4.1 : Evolution et importance des recettes de la TVA et comparaison internationale

Cet encadré a pour objet d'analyser l'évolution des recettes de la TVA au Maroc, comparée aux autres produits de la fiscalité. L'introduction de la TVA en 1986 a contribué à l'amélioration des recettes fiscales avec une part croissante, passant de 25,8% en 1990 à 35,1% en 2016. En outre, à partir d'une comparaison internationale, les résultats permettent de conclure que le Maroc se situe dans la moyenne de certains pays développés de l'échantillon.

1- Les recettes de la TVA ont enregistré une évolution ascendante

Le champ d'application de la TVA est large et touche principalement à la consommation, ce qui en fait un impôt avec un fort potentiel, surtout dans les économies avec un modèle de développement basé sur la demande intérieure, comme le Maroc. Ce potentiel est d'autant plus important que les dérogations relatives à la TVA et le secteur informel constituent des parts conséquentes. Depuis sa mise en place en 1986, les recettes de la TVA ont connu une augmentation quasi-régulière, pour devenir la première source de financement de l'Etat et des collectivités territoriales, lesquelles bénéficient de 30% du produit de cette taxe. **La TVA est ainsi le premier impôt en termes de recettes fiscales, avec une part moyenne de 27,5% sur la période 1990-2007 et de 36,3% entre 2008-2016.**

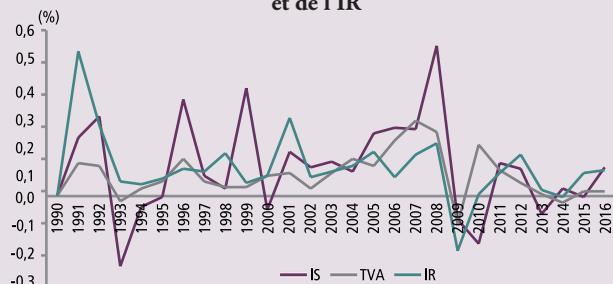
Graphique E 4.1.1 : Evolution des parts des principaux impôts dans les recettes fiscales



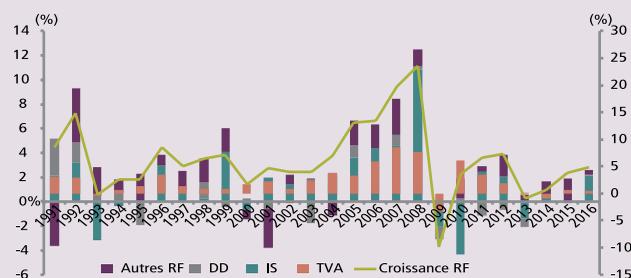
La hausse de la part de la TVA reflète essentiellement la baisse de celle des droits de douane. En effet, après une évolution exceptionnelle des autres recettes et des droits de douane, une diminution progressive des parts de ces derniers est intervenue au début des années 2000, en liaison avec le processus de démantèlement tarifaire dans le cadre notamment des accords de libre-échange signés par le Maroc. L'amélioration de l'activité économique, de la consommation des ménages et des importations ont fortement contribué à l'augmentation du produit de la TVA. Cet impôt a également été impacté par l'effort consenti ces dernières années en termes d'investissement public, y compris des établissements publics. Les changements de la législation fiscale ont par ailleurs eu des impacts différenciés sur les recettes.

A titre d'exemple, en matière de changements opérés par les loi de finances au niveau de la TVA, **l'année 1992** a connu l'extension du champs d'application de la TVA aux commerçants dont le chiffre d'affaires est supérieur à 3 millions de dirhams, la suppression du taux de 12% et l'institution de trois nouveaux taux, à savoir 7%, 14% et 19%. **En 1993**, la baisse des recettes de la TVA serait due à la suppression du taux de 30% et au ralentissement de la croissance à 2,3% en termes nominaux. **En 1996**, les recettes de la TVA ont enregistré de bonnes performances, soit une augmentation de 13,3%, attribuable à l'amélioration de la croissance économique, le PIB nominal ayant progressé de 12,9%.

Graphique E 4.1. 2 : Evolution des recettes de la TVA, de l'IS et de l'IR



Graphique E 4.1. 3 : Contribution des impôts et taxes à la croissance des recettes fiscales



L'amélioration des recettes de la TVA entre 2004 et 2008 résulte en partie de la réforme entamée à partir de 2004, pour le renforcement de la neutralité et de l'efficacité de cette taxe, à travers l'élargissement de l'assiette, la réduction des exonérations et le réaménagement de la taxation de certains produits et services. Durant cette période, le contexte économique a été très favorable, la croissance nominale moyenne ayant atteint 7,6%, comme en témoigne aussi les performances exceptionnelles de l'IS et de l'IR. Outre le contexte économique, les résultats de l'IS ont été influencés par la réduction du taux d'imposition en 2008 ramené de 35% à 30% pour le droit commun et de 39,6% à 37% pour le secteur financier.

Au terme de l'exercice de 2016, les recettes de la TVA ont progressé de 1,5% à 75,8 milliards, recouvrant une hausse de 4,6% de la TVA à l'importation et une diminution de 3,3% de celle à l'intérieur. Cette dernière a surtout été impactée par l'augmentation des remboursements des crédits de TVA qui se sont établis à 8,1 milliards, en hausse de 54,1% par rapport à l'exercice 2015.

Par ailleurs, il est important de souligner le renforcement de **la prédominance de la TVA à l'importation** par rapport à celle à l'intérieur, avec une part de 63,2% des recettes totales de la TVA en 2016.

Tableau E 4.1.1 : La répartition des dépenses fiscales par principaux impôts

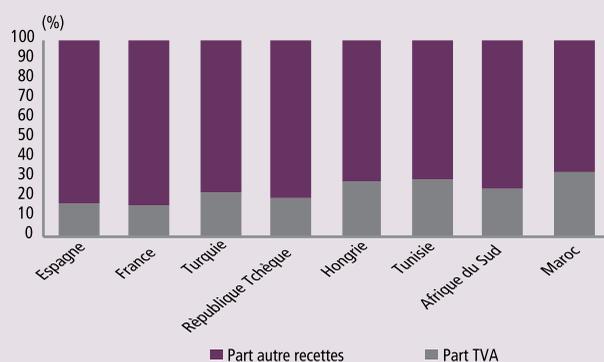
	TVA	IS	IR
2009	49,7%	16,8%	12,0%
2010	46,2%	20,2%	14,1%
2011	42,2%	21,8%	12,1%
2012	39,6%	27,1%	11,0%
2013	42,1%	21,4%	12,3%
2014	41,1%	24,3%	11,4%
2015	45,3%	18,1%	12,8%
2016	46,8%	15,9%	12,8%

Concernant les dérogations en matière de TVA, elle représente également la portion la plus importante en matière de dépenses fiscales. Elle a été en moyenne de 44,1% entre 2009 et 2016 et à 46,8% en 2016. Il en est de même pour le nombre de mesures fiscales évaluées, avec une fraction de 40% du total. Pour la seule année 2016, le montant des dépenses fiscales en matière de TVA s’est élevé à 15,2 milliards, contre 14,4 milliards en 2015, ce qui correspond à 20,1% des recettes de la TVA. En matière d’IS, ces dépenses ont été estimées à 5,2 milliards en 2016, soit 11,9% des recettes de l’IS.

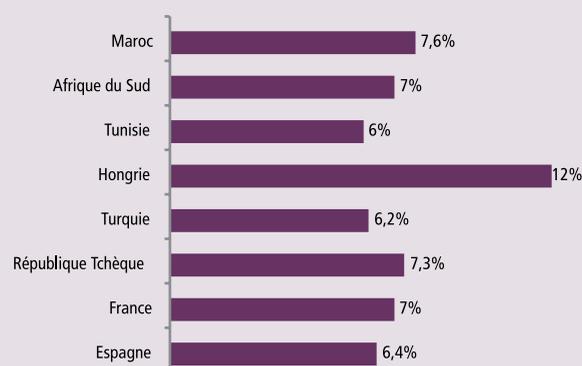
2- Les indicateurs relatifs à la TVA au Maroc sont proches de l’échantillon

Pour établir une comparaison internationale, nous avons sélectionné un échantillon de 7 pays aussi bien développés qu’en voie de développement. Cette comparaison a été établie sur la période 2000-2015 et fait ressortir que le poids moyen de la TVA dans le PIB dans notre échantillon s’élève à 7,4% en 2015. Cette part est inférieure de 0,2 point du PIB au poids pour le Maroc qui est de 7,6%. Une lecture par pays fait ressortir que ce poids a atteint 7% du PIB en France et 15,3% des recettes fiscales en 2015. En Espagne, les rentrées de la TVA ont atteint 6,4% du PIB et 18,8% des recettes fiscales en 2015. Pour la Turquie et la Tunisie, les parts du produit de la TVA dans le PIB et dans les recettes fiscales sont, respectivement, de 6,2% et de 20,6% pour le premier pays en 2015 et de 6,3% et 19% pour le deuxième en 2014.

Graphique 4.1. 4 : Part de la TVA dans les recettes fiscales en 2015



Graphique 4.1. 5 : Part de la TVA en pourcentage du PIB en 2015



La Hongrie affiche un ratio au PIB très élevé comparativement au Maroc et aux pays européens. En effet, avec 12% du PIB en 2015, la Hongrie a le niveau le plus élevé de l'Europe. Selon le rapport annuel sur l'évolution de la fiscalité dans l'UE, en 2014, le record du taux normal de la TVA le plus élevé est détenu par la Hongrie avec un taux de 27%. Le taux normal de la TVA au Maroc se situe à 20%, identique à celui de la France et légèrement inférieur au taux normal de l'Espagne et de la République Tchèque qui est de 21%.

Tableau 4.1.2 : Parts de la TVA dans le PIB et dans les recettes fiscales

	Part de la TVA...	Espagne	France	République Tchèque	Turquie	Hongrie	Tunisie	Afrique du Sud	Maroc
2000-2007	Dans le PIB	6,0	7,1	6,1	5,8	9,9	5,7	6,2	5,8
	Dans les recettes fiscales	17,1	16,6	18,1	23,3	26,3	20,9	25,2	29,3
2008-2014	Dans le PIB	5,5	6,9	7,0	5,7	11,2	5,3	6,4	8,3
	Dans les recettes fiscales	16,2	15,7	20,8	21,0	29,1	18,9	23,9	36,4
2007	Dans le PIB	5,9	7,0	6,1	5,1	10,3	5,3	6,9	7,7
	Dans les recettes fiscales	16,0	16,5	17,7	21,3	25,9	19,1	25,1	33,1
2010	Dans le PIB	5,4	6,8	6,7	5,7	11,1	5,9	6,2	8,3
	Dans les recettes fiscales	16,7	16,1	20,5	21,7	29,7	19,8	24,3	37,6
2014	Dans le PIB	6,2	7,0	7,4	5,9	11,6	6,3	6,7	7,9
	Dans les recettes fiscales	18,1	15,2	22,4	20,4	30,5	19,0	24,3	37,0
2015	Dans le PIB	6,4	7,0	7,3	6,2	12,0	6,0	7,0	7,6
	Dans les recettes fiscales	18,8	15,3	21,9	20,6	30,7	-	-	36,6

Sources : Base de données de l'OCDE et de la Banque mondiale.

Si pour la période postérieure à 2008 la part de la TVA dans les recettes fiscales s'est beaucoup améliorée au Maroc, elle s'est par contre légèrement détériorée pour certains pays de l'échantillon, principalement sous l'effet de la crise de 2007-2008. A titre d'exemple, elle est passée d'une moyenne de 16,6% en 2000-2007 à 15,7% en 2008-2014 pour la France, et de 17,1% à 16,2% pour l'Espagne (Tableau 4.1.2). Cette baisse est également observée pour les parts dans le PIB.

Pour le Maroc, la TVA ne touche pas de grands pans du tissu économique. Des circuits entiers de production et de distribution restent en effet en dehors du champ de cet impôt, alourdissant d'autant la part supportée par le secteur formel, et plus particulièrement les entreprises les plus transparentes, et créant des distorsions au niveau des prix des biens et services et renforçant la concurrence déloyale.

La poursuite d'un rythme soutenu d'augmentation des recettes fiscales nécessite une plus grande mobilisation du potentiel fiscal, notamment par la réduction des dépenses fiscales, à travers la réduction des nombreuses exonérations. Il est ainsi primordial d'évaluer l'efficacité des dépenses fiscales en matière de TVA, en raison de la part importante de cet impôt dans les recettes. Par ailleurs, le renforcement du contrôle est aussi un élément important, qui a montré ces preuves récemment, avec une amélioration de 17,4% du produit des redressements fiscaux à 10,8 milliards en 2015.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Les comptes nationaux font ressortir un ralentissement de la croissance économique à 1,2% en 2016 contre 4,5% une année auparavant. Cette décélération recouvre une contribution négative de 4,7 points de pourcentage à la croissance des échanges extérieurs et une participation positive de 5,9 points de la demande intérieure.

Au premier semestre 2017, le rythme d'accroissement de la consommation finale des ménages se serait accéléré bénéficiant de l'amélioration des revenus agricoles et de la situation sur le marché du travail. Dans le même sens, l'investissement aurait maintenu une tendance positive comme le laisse indiquer la poursuite de la hausse notable des importations de biens d'équipement, quoiqu'en décélération par rapport au premier semestre 2016. En revanche, la contribution de la demande extérieure nette à la croissance serait restée négative. Dans ces conditions, la progression du PIB se serait située autour de 4,5%.

Du côté de l'offre, la valeur ajoutée agricole aurait enregistré un rebond, grâce à une production céréalière en accroissement de 204%. De son côté, la croissance non agricole devrait avoisiner 3,4%, à la faveur notamment de l'accélération, d'un semestre à l'autre, de l'activité dans les industries de transformation, les Mines et "hôtels et restaurants".

Dans ce contexte, la situation sur le marché du travail s'est améliorée au cours du premier trimestre avec une entrée nette de 172 mille demandeurs d'emplois et une création de 109 mille postes, ce qui s'est traduit par une augmentation de 10,4% à 10,7% du taux de chômage. Concernant les coûts du travail, les dernières données disponibles du premier trimestre montrent une hausse en glissement annuel de l'indice des salaires dans le secteur privé de 3,5% après 2,9% en termes nominaux et de 2,2% après 2,0% en termes réels.

Dans ces conditions, l'output-gap serait resté proche de zéro au cours du premier semestre 2017.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

En 2016, la consommation finale des ménages s'est établie à 3,4% contre 2,2% une année auparavant, portant sa contribution à la croissance de 1,3 point de pourcentage à 1,9 point.

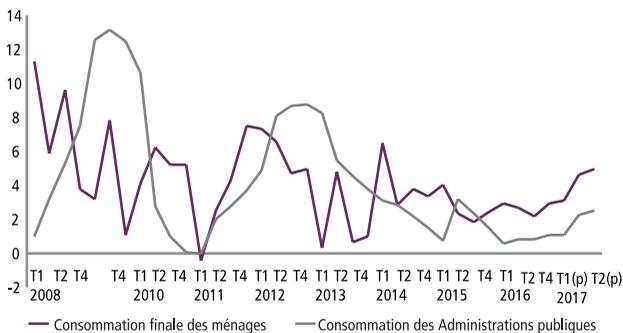
Au premier semestre 2017, le rythme d'accroissement de la consommation des ménages se serait accéléré en relation avec la hausse des revenus agricoles et l'amélioration de la situation sur le marché de travail. En effet, ce dernier a été caractérisé par une création de 109 mille postes d'emploi, au premier trimestre, contre une perte de 13 mille postes l'année précédente. En parallèle, les crédits à la consommation ont augmenté de 4,8% contre 4,6%. Dans le même sillage, les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages, menée par le HCP, indiquent que l'indice de

confiance des ménages a enregistré son niveau le plus élevé depuis le quatrième trimestre 2012.

Concernant la consommation des Administrations publiques, son rythme a ralenti de 2,4% à 2,1% en 2016, maintenant sa contribution à la croissance quasi-stable.

Sur les deux premiers trimestres de 2017, elle aurait progressé à un rythme modéré. Par ailleurs, les dépenses de fonctionnement ont maintenu à fin avril leur niveau, tandis que les charges de compensation ont enregistré une forte hausse de 59,5% après une baisse de 30,4%. Bien que faible, la contribution à la croissance de la consommation des Administrations publiques serait restée positive.

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



Sources : HCP et prévisions BAM

5.1.2 Investissement

L'investissement a marqué une hausse de 11,6% en 2016 après une croissance limitée de 0,9% un an auparavant. Cet accroissement reflète une accélération de 9,3% de la formation brute de capital fixe et de 38,8% de la variation des stocks. Ainsi, sa contribution à la croissance est passée de 0,3 point de pourcentage à 3,6 points.

Au premier semestre 2017, sur la base des indicateurs disponibles, l'investissement aurait maintenu une tendance positive en liaison avec une évolution notable des importations de biens d'équipement, quoiqu'en décélération par rapport au premier semestre 2016. Dans le même sens, les crédits accordés à l'équipement se sont améliorés, à fin avril de 5,8% après 3,2%. En parallèle, les crédits aux promoteurs immobiliers ont affiché de légers signes de reprise. En revanche, l'investissement du Trésor a diminué de 4,1% contre une hausse de 16,6%.

En outre, les résultats de l'enquête trimestrielle de conjoncture de Bank Al-Maghrib, relatifs au premier trimestre 2017, indiquent que le climat des affaires reste normal, avec une augmentation des ventes tant sur le marché local qu'étranger. Les commandes auraient également affiché une progression avec un carnet de commandes qui serait resté à un niveau inférieur à la normale. Quant aux dépenses d'investissement, les

industriels prévoient leur stabilisation dans l'ensemble des branches d'activité.

5.2 Demande extérieure

S'agissant de la demande extérieure, elle a contribué négativement à la croissance à hauteur de 4,7 points de pourcentage, après deux années de participation positive. En effet, les importations de biens et services ont enregistré une hausse de 15,4% en 2016 après une baisse de 1,1%, alors que les exportations ont ralenti de 5,5% à 5,1%.

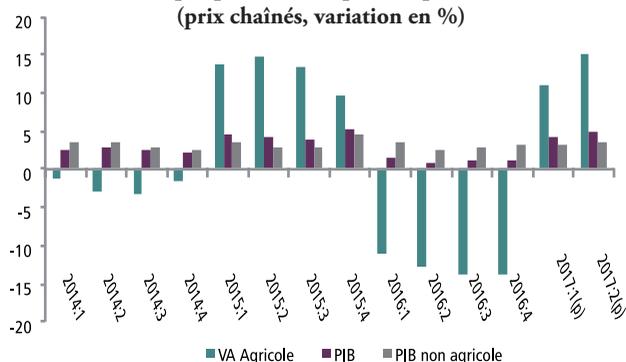
Au premier semestre 2017, les importations de biens et services auraient ralenti en liaison, notamment, avec la décélération des achats de biens d'équipement et la baisse de la facture céréalière. Quant aux exportations, elles devraient marquer une progression à la faveur de l'amélioration de la demande extérieure notamment du phosphate et dérivés. Par conséquent, la contribution de la demande extérieure à la croissance serait ressortie négative. Au total, la croissance nationale se serait située autour de 4,5%.

5.3 Offre globale

Au premier semestre, la valeur ajoutée agricole aurait enregistré en hausse significative, sous l'effet d'une production céréalière de 102 millions de quintaux en augmentation de 204% par rapport à la campagne précédente, et sa contribution à la croissance se serait élevée à 1,6 point de pourcentage après une participation négative.

Concernant les activités non agricoles, l'accroissement de leur valeur ajoutée se serait légèrement accéléré à 2,5%. Tenant compte d'une hausse des impôts sur les produits nets des subventions, la croissance non agricole se serait établie à 3,4%.

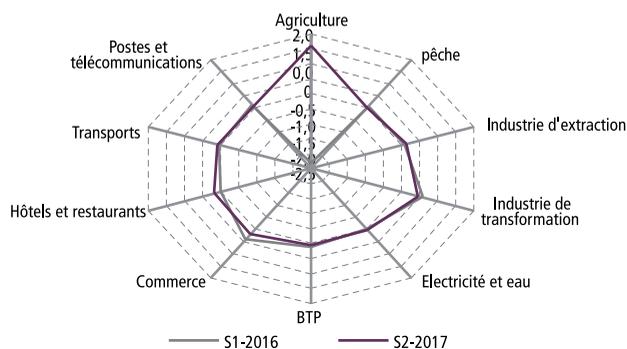
Graphique 5.2 : PIB par composante (prix chaînés, variation en %)



Sources : HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, l'activité se serait accélérée à 6,8% contre 2,0% le semestre précédent dans le secteur minier et à 2,9% après 1,8% dans les industries de transformation. Elle aurait en revanche ralenti de 3,6% à 1,4% dans la branche "électricité et eau", reflétant une baisse de la production d'électricité. Dans le BTP, l'activité aurait continué d'évoluer à un rythme faible, soit 0,9% après 0,6%.

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



Sources : HCP et prévisions BAM.

S'agissant des activités tertiaires, la valeur ajoutée de la branche "hôtels et restaurants" aurait marqué une forte croissance de 7,8% après celle de 8,6% le semestre précédent, traduisant une amélioration des principaux indicateurs du secteur. De même, l'activité aurait connu une hausse de 3,5% après de 2,7% dans le secteur des postes et télécommunications, aurait maintenu sa progression à 2,2% dans la branche "commerce" et aurait ralenti de 3,2% à 2,8% dans les services de transport.

5.4 Marché du travail et capacités de production¹

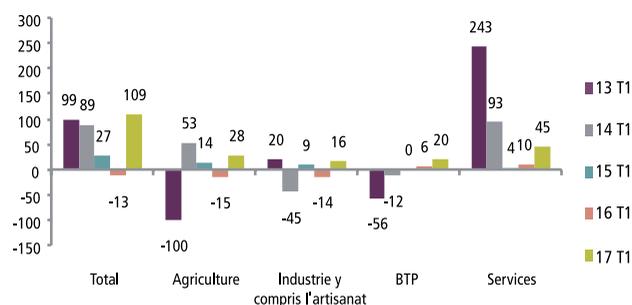
5.4.1 Activité et emploi

Le premier trimestre 2017 a été marqué par une importante augmentation de 1,4% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 12,06 millions de personnes. Cette évolution a été plus marquée en milieu urbain avec une hausse de 1,8% contre 0,9% en zones rurales. Tenant compte d'une progression de 1,7% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a légèrement baissé de 0,1 point à 47,5% au niveau national, recouvrant une diminution de 0,3 point à 43,1% dans les villes et un accroissement de 0,3 point à 54,9% en zones rurales.

En parallèle, et après une perte de 13 mille postes un an auparavant, l'économie nationale a connu une création de 109 mille emplois, résultat d'une augmentation de 62 mille en milieu urbain et de 47 mille en zones rurales. La population active occupée s'est ainsi accrue de 1% et le taux d'emploi a régressé de 0,3 point à 42,4%. Par milieu de résidence, ce taux a reculé de 0,6 point à 36,3% en milieu urbain, alors qu'il a progressé de 0,4 point à 52,7% en zones rurales.

Par secteur d'activité, les services, principaux pourvoyeur d'emplois, ont créé 45.000 postes, suivis de l'agriculture avec 28.000 postes, du BTP avec 20.000 postes et de l'industrie y compris l'artisanat avec 16.000 postes.

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



Source : HCP.

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

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage s'est en conséquence accrue de 5,1% à près de 1,3 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage a augmenté de 10,4% à 10,7% au niveau national et de 15% à 15,7% en milieu urbain, alors qu'il a diminué de 4,2% à 4,1% en zones rurales. Pour les jeunes âgés de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage a poursuivi sa hausse, s'élevant à 25,5% contre 24,9% au niveau national et à 41,5% après 40,3% dans les villes.

L'accroissement du taux de chômage s'est accompagné d'une légère progression du sous-emploi², son taux étant passé de 9,7% à 9,8% au niveau national, de 9,3% à 9,4% en milieu urbain et de 10,1% à 10,3% en zones rurales.

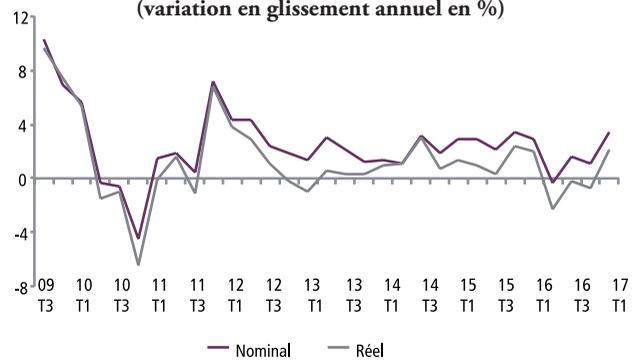
: HCP.

3.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les activités non agricoles³ a ralenti au cours du premier trimestre 2017, avec un rythme revenant de 2,6% à 1,2%, résultat de la décélération de la croissance non agricole à 2,4% et d'une accélération de la hausse de l'emploi non agricole à 1,2%.

Pour ce qui est des coûts salariaux, les dernières données de la CNSS relatives au premier trimestre 2017 montrent une augmentation de l'indice des salaires moyens de 3,5% après 2,9% en termes nominaux et de 2,2% après 2,0% en termes réels.

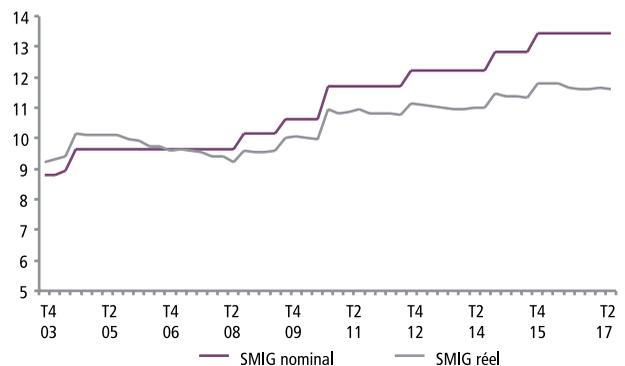
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM

Pour sa part, le SMIG s'est maintenu, au premier trimestre 2017, à 11,46 dh/h en termes nominaux. Tenant compte d'un accroissement de 1,3% de l'indice des prix à la consommation, il a accusé, en termes réels, une baisse de 1,3% en glissement annuel et devrait diminuer de 0,5% au deuxième trimestre 2017.

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



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

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

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

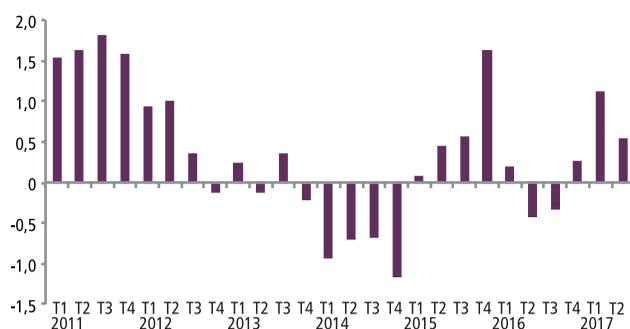
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T1 2016	T1 2017
Taux d'activité (en %)	47,6	47,5
Urbain	43,4	43,1
Rural	54,6	54,9
Taux de chômage (en %)	10,4	10,7
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	24,9	25,5
Urbain	15,0	15,7
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	40,3	41,5
Rural	4,2	4,1
Créations d'emplois (en milliers)	-13	109
Urbain	15	62
Rural	-28	47
Secteurs		
- Agriculture	-15	28
- Industrie y compris l'artisanat	-14	16
- BTP	6	20
- Services	10	45
Productivité apparente non agricole (variation en %)	2,6	1,2
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	2,9	3,5
Réel	2,0	2,2

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

Au total, l'output gap devrait rester proche de zéro au cours du premier semestre 2017 selon les prévisions de Bank Al-Maghrib.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



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

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la Politique Monétaire, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, a enregistré une nette décélération revenant de 1,8% au quatrième trimestre 2016 à 1,3% au premier trimestre 2017. Cette tendance s'est accentuée en avril à 0,3% en lien avec la forte baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils et, dans une moindre mesure, avec l'atténuation de la hausse des prix des carburants lubrifiants. En effet, les prix des produits alimentaires à prix volatils se sont repliés de 7,5% après une diminution de 0,5% au premier trimestre, en relation principalement avec le reflux de 16% des prix des légumes frais contre 0,9%. Parallèlement, le repli du rythme de progression des cours internationaux des produits pétroliers s'est traduit par un recul de celui des prix des carburants et lubrifiants de 19,5% à 11,2%.

De son côté, l'inflation des produits réglementés s'est accrue de 0,7% à 0,8% suite principalement aux révisions des tarifs des services médicaux.

Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente a légèrement accéléré de 1,4% à 1,5%, orientée essentiellement par l'évolution des prix des produits alimentaires notamment les huiles et les viandes fraîches.

A court terme, l'inflation devrait ralentir à 0,5% au deuxième trimestre, l'accroissement du recul des prix des produits alimentaires à prix volatils et l'atténuation de la croissance des prix des carburants et lubrifiants devant plus que compenser l'accélération de l'inflation sous-jacente.

6.1. Evolution de l'inflation

L'inflation est passée de 1,3% en moyenne au premier trimestre 2017 à 0,3% en avril. Cette décélération est imputable à l'accroissement du recul des prix des produits alimentaires à prix volatils et, dans une moindre mesure, à l'atténuation de la hausse des prix des carburants et lubrifiants. L'inflation sous-jacente et le rythme de progression des tarifs des produits réglementés se sont inscrits en légère accélération.

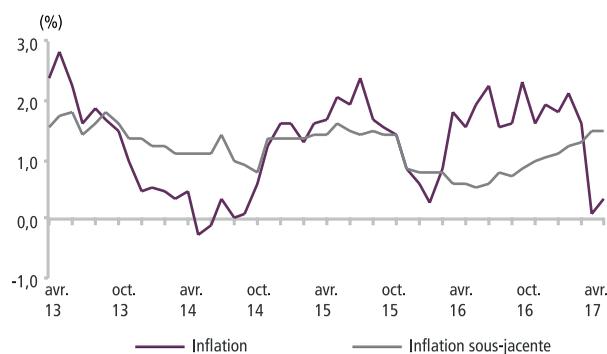
La baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils est ainsi passée de 0,5% à 7,5%, suite notamment à la diminution des prix des légumes frais. Parallèlement, l'accroissement des prix des carburants s'est atténué de 19,5% à 11,2%, en relation avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

Pour les prix des produits et services réglementés, le rythme est passé de 0,7% à 0,8%, sous l'effet du relèvement des tarifs de certains services médicaux.

Abstraction faite de ces produits, l'inflation sous-jacente a légèrement progressé de 1,4% au premier trimestre à

1,5% en avril, en raison du renchérissement de certains produits alimentaires.

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

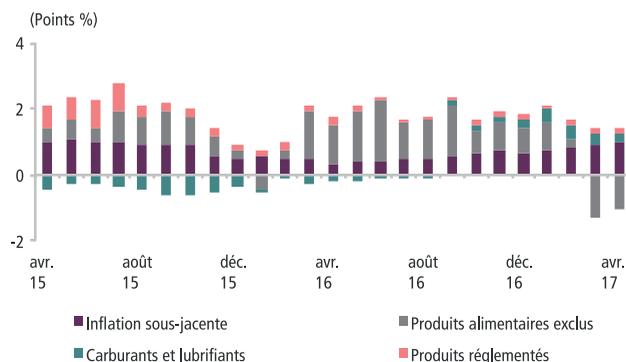
(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	févr. 17	mars 17	avr. 17	févr. 17	mars 17	avr. 17
Inflation	-0,3	-0,6	0,2	1,6	0,1	0,3
- Produits alimentaires à prix volatils	-2,5	-4,5	0,7	1,9	-9,1	-7,5
- Carburants et lubrifiants	0,3	0,1	-1,4	20,8	18,5	11,2
- Produits réglementés	0,1	0,0	0,1	0,7	0,8	0,8
Inflation sous-jacente	0,1	0,0	0,1	1,3	1,5	1,5
- Produits alimentaires	0,0	0,0	0,2	1,7	1,9	2,1
- Articles d'habillement et chaussures	0,3	0,0	-0,2	1,3	1,3	1,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,1	0,2	0,9	0,9	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,0	-0,1	0,7	0,7	0,6
- Santé*	2,1	0,3	0,0	2,4	2,6	2,6
- Transport*	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,5	-0,3
- Communication	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	0,1	1,1	1,2	0,6
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,9	2,9	2,9
- Restaurants et hôtels	0,8	0,7	0,3	3,1	3,9	4,0
- Biens et services divers	0,1	0,0	0,2	0,4	0,4	0,6

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

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

Le reflux des prix des produits alimentaires à prix volatils, entamé au quatrième trimestre de l'année précédente, s'est poursuivi au début de cette année avec une ampleur plus importante. En glissement annuel, la diminution des prix de ces produits s'est ainsi accentuée de 0,5% au premier trimestre à 7,5% en avril. Cette évolution a concerné particulièrement les prix des légumes frais dont le repli est passé de 0,9% à 16%, suite principalement à l'amélioration de l'offre de certaines productions. La contribution de ces produits à l'inflation a reculé de -0,1 point de pourcentage à -1,1 point en avril 2017.

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

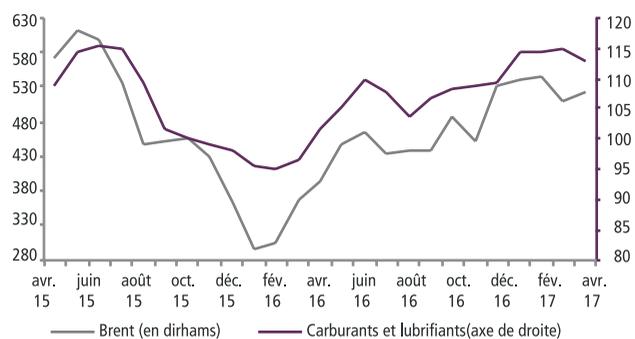


Sources : HCP et calculs BAM.

Dans le même sens, le rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants est revenu de 19,5% à 11,2%, traduisant principalement l'effet de l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers. En effet, l'augmentation en glissement annuel des cours du Brent s'est limitée à 25,4% en avril contre 57,5% au premier trimestre, en raison des niveaux historiquement bas enregistrés à la même période de l'année précédente et de leur relatif repli observé durant les derniers mois.

Pour sa part, le rythme d'augmentation des tarifs des produits réglementés s'est légèrement accéléré de 0,7% à 0,8%, en relation principalement avec les relèvements opérés sur les tarifs des services médicaux.

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



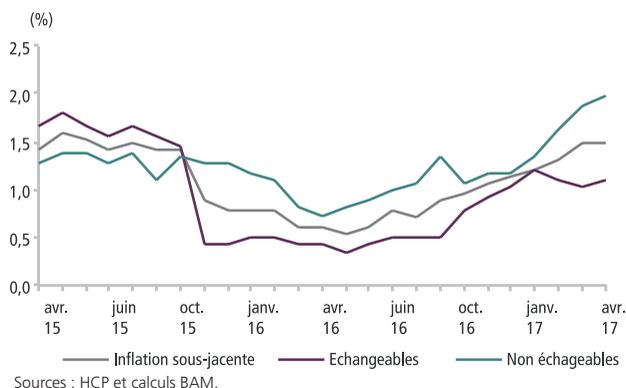
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'accélération de l'inflation sous-jacente de 1,4% au premier trimestre à 1,5% a concerné uniquement les biens non échangeables, le rythme d'accroissement des prix des biens échangeables étant resté de son côté stable.

En effet, l'inflation des biens non échangeables a progressé de 1,6% au premier trimestre à 2%, sous l'effet essentiellement de l'augmentation des prix des viandes fraîches. La contribution des biens échangeables à l'inflation sous-jacente s'est ainsi établie à 0,9 point de pourcentage au lieu de 0,8 point au premier trimestre de l'année.

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



Pour sa part, l'inflation des biens échangeables s'est stabilisée à 1,1%, incluant principalement une décélération du rythme d'accroissement des prix des légumineuses sèches et une accentuation de ceux des huiles et des fruits secs. La contribution des biens échangeables à l'inflation s'est maintenue à 0,6 point de pourcentage.

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

(En %)	Evolution en glissement mensuel			Evolution en glissement annuel		
	févr. 17	mars 17	avr. 17	févr. 17	mars 17	avr. 17
Biens échangeables	0,0	-0,1	0,1	1,1	1,0	1,1
Biens non échangeables	0,2	0,1	0,2	1,6	1,9	2,0
Inflation sous-jacente	0,1	0,0	0,1	1,3	1,5	1,5

Sources : HCP et calculs BAM.

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



6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

La décélération de l'inflation observée au premier trimestre devrait se poursuivre au cours du second trimestre de l'année. Ainsi, l'inflation devrait revenir à 0,5% contre 1,3% le trimestre précédent. Cette évolution serait attribuable d'un côté à la forte baisse prévue du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils qui ont connu une forte augmentation une année auparavant, sous l'effet du choc ayant impacté négativement l'offre de certains produits. Elle découlerait également d'une décélération importante du rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants consécutivement à l'atténuation projetée de la hausse des cours des produits énergétiques.

L'impact de ces évolutions ne serait que partiellement compensé par l'accélération prévue de l'inflation sous-jacente. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés devraient évoluer au même rythme observé un trimestre auparavant, sous l'hypothèse de l'absence de nouvelle décision sur les prix de ces produits.

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

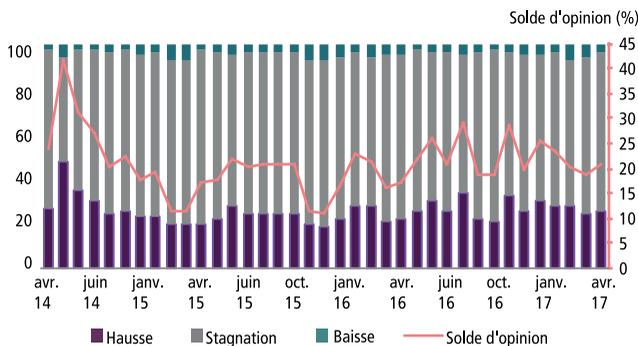


Sources : BAM.

6.3. Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois d'avril indiquent que 71% des industriels anticipent une stabilité de l'inflation au cours des trois prochains mois, alors que 25% tablent sur une hausse et 4% d'entre eux prévoient une décélération.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre 2017, les experts du secteur financier anticipent un taux moyen de 1,8% après 1,9% au premier trimestre 2017.

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

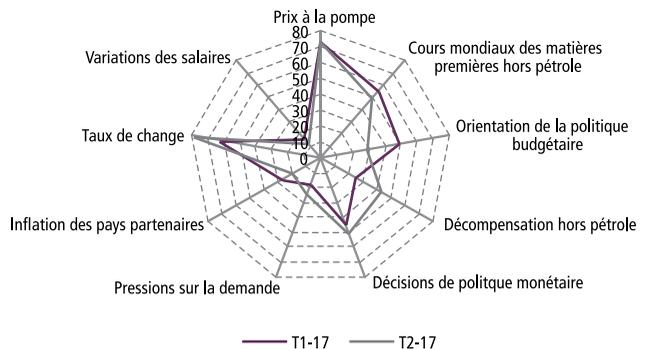


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

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

Ils s'accordent, à cet égard, sur le rôle déterminant de l'évolution du taux de change, des décisions de politique monétaire et des cours mondiaux des matières premières hors pétrole dans l'orientation future de l'inflation durant cette période.

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

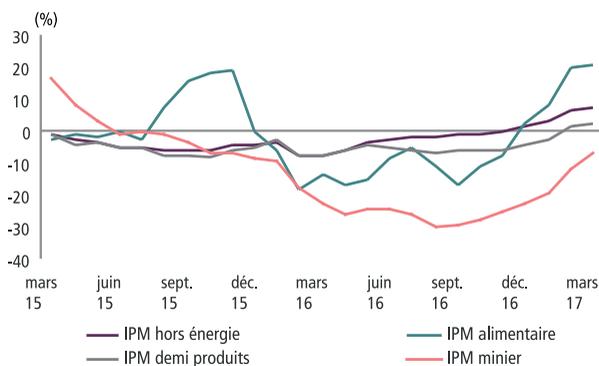


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à l'importation et à la production

Les prix à l'import hors énergie continuent de s'inscrire dans une tendance haussière entamée depuis décembre 2016. En glissement annuel, ils ont enregistré une progression de 7,1% en mars après celle de 6,5% un mois auparavant. Cette accélération recouvre une accentuation du rythme d'accroissement des prix à l'import des denrées alimentaires et des demi-produits et une atténuation de la baisse de celui des produits miniers. En effet, les produits alimentaires importés ont vu leur prix croître de 20,5% après 20,2% en février, tirés par des augmentations allant de 10,7% pour le lait à 45,6% pour le sucre.

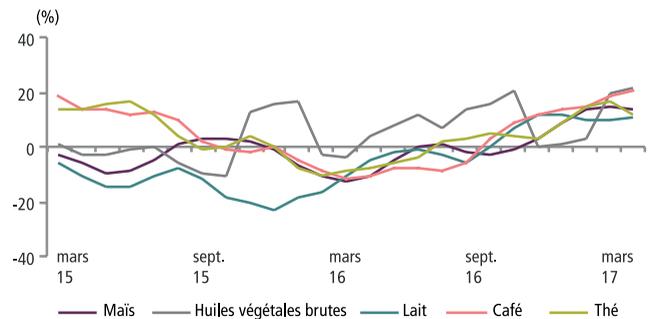
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à l'import (en glissement annuel)



Source : Office de Change et calculs BAM.

Pour leur part, les prix à l'import des demi-produits ont augmenté de 2% après une progression de 1,1% le mois précédent, en liaison avec l'accroissement des prix des «matières plastiques artificielles» de 4,5% à 5,7%. Quant aux prix à l'import des produits miniers, ils ont continué de s'inscrire dans une tendance baissière avec un recul de 6,6% après celui de 12,3% en février, en raison de la poursuite du reflux des prix à l'import du «soufre brut».

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

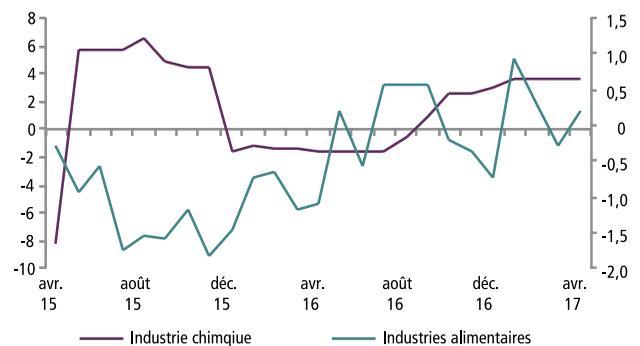


(*) Hors prix du blé et du sucre

Source : Office de Change et calculs BAM.

Quant aux prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont de nouveau accusé une baisse mensuelle de 0,1% en avril après celles de 0,2% et 0,3% en mars et février respectivement. Ce recul traduit essentiellement le repli de 0,1% des prix à la production des industries alimentaires et de 0,5% de l'industrie d'habillement qui a plus que compensé la hausse de 0,3% des prix à la production de l'industrie de fabrication de textiles.

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



Sources : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

L'activité économique mondiale continue de montrer des signes tangibles de raffermissement aussi bien dans les pays avancés que pour les économies émergentes. Les perspectives restent, toutefois, entourées d'incertitudes, en lien essentiellement avec l'orientation de la nouvelle politique budgétaire et commerciale de l'administration américaine et, dans une moindre mesure, le dénouement des négociations sur le Brexit, les risques quant aux politiques eurosceptiques s'étant atténués après les élections présidentielles en France.

Soutenue par une demande intérieure vigoureuse et tirant profit essentiellement des mesures de soutien monétaire et budgétaire, la reprise dans la zone euro devrait se consolider à un rythme comparable à celui observé en 2016 tandis que l'activité économique aux Etats-Unis devrait se raffermir à moyen terme. Les économies émergentes devraient, pour leur part, bénéficier de l'amélioration de l'activité des pays avancés et de la hausse des prix des matières premières pour les pays qui en sont exportateurs. En particulier, la Russie et le Brésil devraient sortir de leurs récessions, alors qu'en Chine, sous l'effet du rééquilibrage de son économie, la croissance poursuivrait sa décélération, à un rythme toutefois atténué par les mesures de soutien budgétaire.

Sur les marchés des matières premières, après une hausse au premier trimestre 2017, les prix des produits alimentaires devraient se stabiliser autour d'un niveau plus élevé que retenu en mars, alors que la progression prévue des prix du pétrole a été révisée à la baisse. Dans ces conditions, et tenant compte du raffermissement de la demande intérieure et de la hausse des prix des produits pétroliers, l'inflation dans la zone euro et aux Etats-Unis devrait s'accélérer pour s'établir à un niveau proche des objectifs de leurs banques centrales au terme de l'horizon de prévision.

Au niveau national, les exportations devraient voir leur rythme de croissance s'accélérer, soutenues par l'amélioration de la demande étrangère, avec en particulier une reprise des ventes de phosphates et dérivés et une poursuite de la dynamique des expéditions de la construction automobile, quoiqu'en décélération par rapport à 2016. Quant aux importations, elles devraient poursuivre leur progression, bien qu'en ralentissement, sous l'effet de la décélération du rythme d'accroissement des achats des biens d'équipement, la facture énergétique devant, toutefois, nettement augmenter.

Tenant compte d'une révision à la baisse des recettes de voyages et des transferts MRE et sous l'hypothèse d'entrées annuelles de dons en provenance des pays du CCG de 8 milliards de dirhams, le déficit du compte courant devrait légèrement s'aggraver en 2017 avant de s'alléger en 2018, se situant toutefois à des niveaux plus élevés comparativement aux projections de mars. Tenant compte de ces évolutions et de la poursuite prévue d'afflux d'IDE avec un montant de 34 milliards en 2017 et de 39,5 milliards en 2018, la prévision des RIN a été revue à la baisse à un niveau équivalent à 6 mois d'importations de biens et services sur l'horizon de prévision. Dans ces conditions, le déficit de trésoreries bancaires devrait s'accroître à 34,6 milliards à fin 2017 et à 43,5 milliards au terme de 2018.

Après un léger resserrement en 2016, lié principalement à l'appréciation du taux de change effectif réel, les conditions monétaires devraient s'assouplir à moyen terme, en relation avec l'orientation accommodante de la politique monétaire et la quasi-stabilité du taux de change effectif réel sur l'horizon de prévision. Le crédit bancaire destiné au secteur non financier devrait, pour sa part, augmenter de 4,5% en 2017 et de 5% en 2018, prévisions inchangées comparativement à l'exercice de mars.

Au niveau des finances publiques, après le dépassement du déficit budgétaire en 2016 par rapport à la programmation de la loi de finances, l'ajustement devrait reprendre, à un rythme quasiment inchangé comparativement à l'exercice de mars. Ainsi, après s'être établi à 4,1% du PIB en 2016, le déficit budgétaire devrait revenir à 3,6% du PIB en 2017 et à 3,4% du PIB en 2018.

Sur le plan des comptes nationaux, la croissance au titre de l'année 2016 a nettement ralenti à 1,2% après 4,5% en 2015, recouvrant une baisse de 12,8% de la valeur ajoutée agricole et une progression limitée de 2,2% de la valeur ajoutée non agricole. En 2017, l'activité nationale devrait reprendre avec une progression prévue à 4,4%, portée en grande partie par une hausse de 13,4% de la valeur ajoutée agricole, compte tenu d'une production céréalière largement supérieure aux attentes. Le PIB non agricole devrait, pour sa part, poursuivre son amélioration à un rythme modéré de 3,3%. Du côté de la demande, ce rebond de la croissance devrait être soutenu par la vigueur de la demande intérieure et une atténuation de la contribution négative des exportations nettes. En 2018, la croissance nationale devrait ralentir à 3,1%, recouvrant une baisse de 0,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole moyenne, et une poursuite du redressement de la progression du PIB non agricole à 3,6%. Du côté de la demande, ce ralentissement s'explique principalement par la décélération, quoique modérée, de la demande intérieure, pâtissant particulièrement de la baisse prévue des revenus agricoles. De même, la contribution des exportations nettes à la croissance devrait rester négative, reflétant une poursuite de la dynamique des importations.

Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente devrait s'inscrire sur une tendance haussière, tout en restant à un niveau modéré. Elle devrait, en effet, passer de 0,8% en 2016 à 1,6% en 2017 puis à 1,9% en 2018. Les prix des carburants et lubrifiants, quant à eux, devraient enregistrer une hausse en 2017 avant de se stabiliser en 2018, en ligne avec les prévisions des cours mondiaux des produits pétroliers. Compte tenu également de la baisse attendue des prix des produits alimentaires à prix volatils en 2017 et leur quasi-stagnation en 2018, l'inflation devrait ralentir de 1,6% en 2016 à 0,9% en 2017 avant de s'accélérer à 1,6% en 2018.

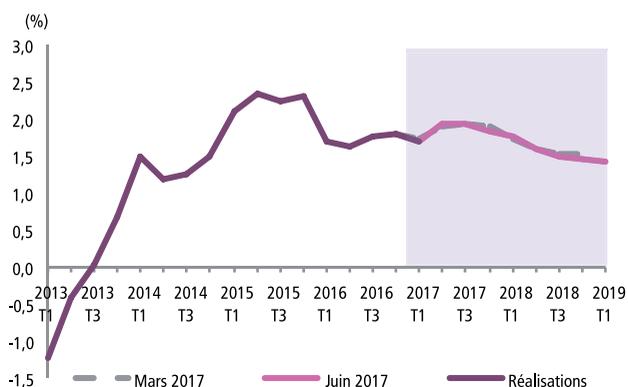
7.1 Hypothèses sous-jacentes

Une reprise de la croissance mondiale qui commence à se confirmer

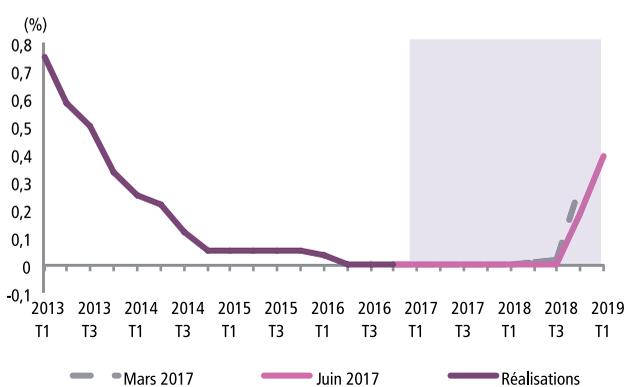
Les évolutions récentes laissent indiquer un raffermissement de l'activité économique mondiale et confirment, ainsi, les perspectives de sa reprise à moyen terme. Les projections de croissance économique, maintenues globalement inchangées comparativement à l'exercice de mars, tablent, en effet, sur des perspectives favorables aussi bien pour les pays avancés que les économies émergentes. En particulier, la croissance aux Etats-Unis devrait s'améliorer de 1,6% à 2,1% en 2017 avant de se stabiliser à 2,2% en 2018, tirant profit essentiellement du renforcement de la demande intérieure. Dans la zone euro, après avoir progressé de 1,7% en 2016, l'activité devrait se consolider de 1,8% en 2017 avant de revenir à 1,6% en 2018, sous l'effet de l'approche de la sortie effective du Royaume-Uni. Au niveau des économies émergentes, la croissance devrait bénéficier de l'amélioration de l'activité des pays avancés et de la hausse des prix des matières premières pour les pays qui en sont exportateurs. En particulier, la Russie et le Brésil devraient sortir de leurs récessions, alors qu'en Chine, sous l'effet du rééquilibrage de son économie, la croissance devrait poursuivre sa décélération, à un rythme toutefois atténué par les mesures de soutien budgétaire.

Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc devrait s'améliorer à un rythme inchangé comparativement aux projections de mars.

Graphique 7.1 : Croissance de la zone euro



Graphique 7.2 : Taux directeur de la BCE



Source : prévisions GPM¹ mai 2017.

Un dollar toujours fort vis-à-vis l'euro, reflétant particulièrement la poursuite de la divergence des orientations de politiques monétaires de la FED et la BCE

La divergence des orientations de politiques monétaires de la FED et la BCE devrait se poursuivre sur l'horizon de prévision. En effet, la FED a augmenté le 14 juin la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à 1%-1,25% et devrait poursuivre la normalisation de sa politique monétaire avec une autre hausse attendue cette année. En outre, la FED devra entamer au cours de cette année la normalisation de sa politique monétaire non conventionnelle à travers une réduction progressive de la taille de son bilan. Par contre, la BCE devrait maintenir son programme d'achat d'actifs jusqu'à fin décembre ou au-delà si nécessaire et son taux directeur devrait se maintenir inchangé à son niveau actuel jusqu'au quatrième trimestre de 2018.

¹ Le 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, le dollar devrait maintenir un niveau fort face à l'euro, bien qu'en léger retrait comparativement aux projections de mars et ce, tenant compte de l'appréciation de l'euro sous l'effet particulièrement de l'atténuation des incertitudes quant aux perspectives économiques de la zone euro, notamment celles liées aux attitudes eurosceptiques, après les élections présidentielles en France.

Graphique 7.3 : Taux de change EUR /USD



Source : prévisions GPM mai 2017.

Révision à la baisse des prix du pétrole et à la hausse de ceux des produits alimentaires

La faible demande mondiale des produits énergétiques, notamment de la Chine, combinée à la hausse de la production américaine du pétrole de schiste ont contribué au maintien des stocks mondiaux à des niveaux élevés et, par conséquent, ont réduit l'effet attendu sur les prix de l'entente des pays producteurs du pétrole sur la réduction de leur production durant la première moitié de l'année. En parallèle, les cours mondiaux du pétrole ont marqué une baisse après le dernier accord des pays producteurs sur la prolongation de la baisse de leur production jusqu'à mars 2018, traduisant la déception des marchés qui tablaient sur des baisses plus importantes de la production. Dans ce contexte, la hausse prévue à moyen terme des prix du pétrole a connu une légère révision à la baisse, pour passer de 42,8 \$/bl en 2016 à 51,8 \$/bl en 2017 et à 50,7 \$/bl en 2018, contre 54,6 \$/bl et 55,3 \$/bl retenus respectivement en mars. Concernant les prix des fertilisants, ceux du DAP devraient marquer une hausse, plus importante que prévu en mars, en raison essentiellement de la forte demande mondiale face à une offre limitée, tandis que les cours du TSP et du phosphate roche devraient enregistrer une légère baisse. Pour leur part, les prix mondiaux des produits alimentaires² devraient évoluer à un niveau légèrement supérieur à celui prévu en mars, tenant compte d'une réalisation supérieure aux attentes au titre du premier trimestre 2017.

Dans ces conditions, et tenant compte du raffermissement prévu de la demande intérieure et de la hausse des prix des produits pétroliers, l'inflation dans la zone euro³, devrait s'accroître de 0,2% en 2016 à 1,8% en 2017 puis à 1,7% en 2018. Aux Etats-Unis, les prévisions tablent sur une accélération de l'inflation de 1,3% en 2016 à 2,6% en 2017 avant de revenir à 2,2% en 2018.

² Indice des prix des produits alimentaires du FMI (base 100=2005), incluant les céréales, les huiles végétales, la viande, les fruits de mer, le sucre, les bananes et les oranges.

³ Prévisions de mai 2017 du réseau GPM. La BCE tablit dans ses prévisions de juin sur un taux de 1,5% pour 2017 et de 1,3% pour 2018 pour l'inflation globale. Sa composante hors énergie et produits alimentaires devrait se situer à 1,1% et à 1,4% respectivement.

Graphique 7.4 : Indice des prix des matières premières alimentaires



Graphique 7.5 : Prix du pétrole brut



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux États-Unis



Source: prévisions GPM mai 2017.

Reprise de l'ajustement budgétaire

Après le dépassement en 2016 du déficit cible de la loi de finances, le processus d'ajustement budgétaire devrait reprendre avec toutefois un rythme plus lent. En effet, le déficit budgétaire devrait revenir de 4,1% du PIB en 2016 à 3,6% du PIB en 2017 et à 3,4% du PIB en 2018.

Ces prévisions n'ont été que légèrement ajustées par rapport aux projections de mars. En effet, les recettes fiscales ont été revues suite à l'actualisation de la prévision de la croissance économique alors que les dépenses ordinaires devraient reculer sous l'effet de la réduction de la charge de compensation, tenant compte des nouvelles hypothèses des prix mondiaux du pétrole et du cours de change.

Une production céréalière de 102 millions de quintaux pour la campagne agricole 2016-2017 et poursuite de la bonne performance des autres cultures

La production céréalière au titre de l'année agricole 2016-2017 devrait s'établir, selon le Ministère de l'Agriculture de la pêche et du développement rural et des Eaux et Forêts, à 102 millions de quintaux, en hausse de 204% par rapport à l'année précédente et de 40,5% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Cette évolution

reflète des conditions climatiques favorables avec une bonne répartition spatio-temporelle des précipitations. Pour les autres cultures végétales, la production devrait augmenter de 140% pour les légumineuses, de 16,1% pour les agrumes, de 3,3% pour les palmiers dattiers, tandis qu'elle devrait accuser une baisse de 26,6% pour les oliviers.

Pour la campagne agricole 2017-2018, une production céréalière moyenne de 70 millions de quintaux est retenue, avec l'hypothèse d'une poursuite de la tendance haussière des autres cultures.

7.2 Projections macroéconomiques

Le déficit du compte courant devrait s'aggraver légèrement en 2017 avant de s'alléger en 2018

Au terme de l'horizon 2018, le déficit du compte courant devrait rester à des niveaux plus élevés que ceux prévus en mars, quoiqu'en légère aggravation par rapport à 2016, pour s'établir à 4,6% du PIB en 2017 et s'atténuer à 4% du PIB en 2018. Les importations devraient maintenir leur hausse, bien qu'à un rythme moindre que celui d'un an auparavant, avec en particulier, une importante augmentation de la facture énergétique en 2017 et une poursuite de la hausse des acquisitions de biens d'équipement, bien qu'à un rythme moins élevé comparativement à 2016. Les exportations devraient voir leur rythme s'accélérer en liaison notamment avec la reprise des ventes de phosphates et dérivés suite à l'accroissement des prix du DAP et de l'amélioration de la croissance de la zone euro. Pour ce qui est des ventes du secteur automobile, la dynamique devrait se poursuivre mais en décélération par rapport à 2016. La projection du compte courant suppose également une entrée annuelle de dons en provenance des partenaires du CCG à 8 milliards de dirhams en 2017 et 2018.

Tenant compte de l'évolution prévue des principales rubriques du compte financier, notamment des IDE prévus à 34 milliards en 2017 et à 39,5 milliards en 2018, les réserves internationales nettes devraient couvrir 6 mois d'importations de biens et services sur l'horizon de prévision.

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

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

* Optique commerce extérieur

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Quasi-stabilité du taux de change effectif réel sur l'horizon de prévision et poursuite de l'amélioration du crédit bancaire

Après un léger resserrement en 2016, lié principalement à l'appréciation du taux de change effectif réel, les conditions monétaires devraient s'assouplir à moyen terme. Ceci s'explique, d'une part, par l'orientation accommodante de la politique monétaire et, d'autre part, par la quasi-stabilité du taux de change effectif réel sur l'horizon de prévision, en relation avec l'accélération de l'inflation des pays partenaires et concurrents comparativement à celle du Maroc ainsi qu'avec l'atténuation de l'appréciation du taux de change effectif nominal, elle-même principalement liée à l'appréciation de l'euro.

Suite à la révision à la baisse des réserves de change et tenant compte de l'évolution récente des autres facteurs de liquidité, le déficit de trésoreries bancaires devrait se creuser à 34,6 milliards de dirhams à fin 2017 et à 43,5 milliards à fin 2018. S'agissant du crédit bancaire, le taux de progression de celui destiné au secteur non financier devrait ressortir à 4,5% en 2017 et à 5% en 2018, soit des prévisions inchangées par rapport à mars. Compte tenu également des évolutions des autres contreparties de la masse monétaire, notamment les RIN, la croissance de M3 devrait s'établir à 3,6% en 2017 et à 4,9% en 2018.

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

	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2017	2018
Crédit bancaire au secteur non financier (variation en %)	1,7	3,8	0,3	3,9	4,5	5,0	0,0	0,0
M3 (variation en %)	3,1	6,2	5,7	4,7	3,6	4,9	-1,5	-0,1
Excédent ou besoin de liquidités, en MMDH	-68,4	-40,6	-16,5	-14,7	-34,6	-43,5	-21,2	-25,0

Source : BAM.

Reprise de l'activité économique en 2017 après le fort ralentissement en 2016

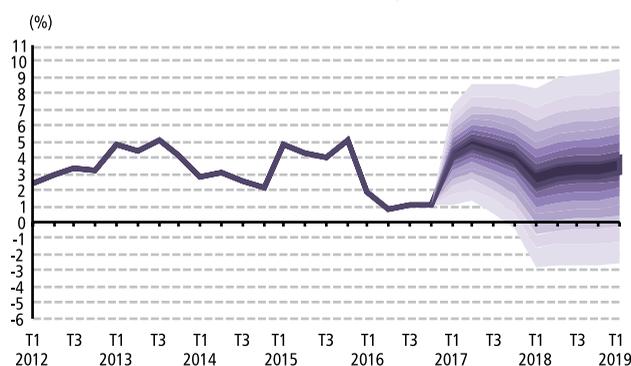
En ligne avec les prévisions de la Banque, les données des comptes nationaux font ressortir un net ralentissement de la croissance nationale à 1,2% en 2016, après 4,5% en 2015. Cette décélération recouvre une baisse de 12,8% de la valeur ajoutée agricole et une hausse limitée de 2,2% de la valeur ajoutée non agricole. En termes de perspectives, la croissance devrait rebondir à 4,4% 2017, au lieu de 4,3% annoncée en mars, résultat d'une hausse de 13,4% de la valeur ajoutée agricole, au lieu de 11,5% prévue en mars, tenant compte d'une production céréalière de 102 millions de quintaux au lieu de 78 millions retenue précédemment. Le PIB non agricole devrait poursuivre son amélioration à un rythme modéré, avec une croissance prévue à 3,3%.

Du côté de la demande, le rebond de la croissance devrait être soutenu par la poursuite de la vigueur de la demande intérieure, elle-même liée à l'amélioration des revenus et à l'assouplissement des conditions monétaires. Par composante, la consommation finale des ménages devrait se raffermir, portée par l'amélioration des revenus, notamment agricoles. Supporté par la bonne orientation de l'investissement public et les conditions monétaires accommodantes, l'investissement devrait, pour sa part, maintenir une dynamique soutenue, bien qu'en décélération d'une année à l'autre, en relation avec le ralentissement des importations de biens d'équipement. Quant à la consommation des administrations publiques, elle devrait progresser à un rythme contenu comparable

à celui observé en 2016, reflétant la maîtrise des dépenses et la hausse limitée des dépenses de compensation. Parallèlement, la dégradation des exportations nettes devrait s'alléger en 2017, traduisant la décélération de l'expansion des importations de biens et services, elle-même liée au ralentissement de la progression des achats de biens d'équipement. En outre, la dynamique des exportations devrait se poursuivre, soutenue par l'amélioration de la demande étrangère et la quasi-stabilité du taux de change effectif réel.

En 2018, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole moyenne, la croissance nationale devrait ralentir à 3,1% suite à une baisse de 0,9% de la valeur ajoutée agricole, la croissance non agricole devant continuer à se redresser à 3,6%. Par composante de la demande, cette évolution refléterait principalement la décélération, quoique modérée, de la demande intérieure. La croissance de la consommation finale des ménages devrait, en effet, ralentir, sous l'effet de l'affaiblissement des revenus agricoles. Quant à l'investissement, bien qu'en décélération, sa dynamique devrait se poursuivre, soutenue par la poursuite des grands projets notamment l'implantation de l'usine Peugeot et la poursuite du rythme de l'investissement public. Les exportations nettes, quant à elles, devraient maintenir une contribution négative à la croissance et ce, en lien avec la poursuite de la dynamique des importations.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T12017 - T1 2019), en glissement annuel *



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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Tableau 7.3 : Croissance économique (en %)

	Réalizations					Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2017	2018
Croissance nationale	3,0	4,5	2,7	4,5	1,2	4,4	3,1	0,1	-0,7
VA agricole	-9,1	17,2	-2,2	11,9	-12,8	13,4	-0,9	1,9	-3,4
PIB non agricole	4,7	2,9	3,4	3,7	3,1	3,3	3,6	-0,1	-0,3

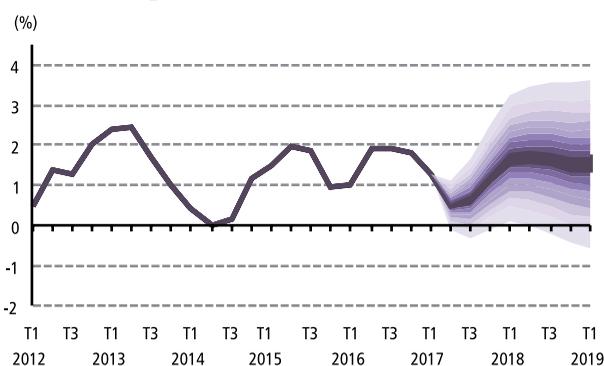
Sources: Données du HCP et prévisions BAM.

Globalement, après avoir évolué en dessous de son potentiel en 2016, le cycle économique de l'activité nationale devrait reprendre en 2017, ramenant l'output gap en territoire positif sous l'effet, d'une part, du redressement des revenus et l'orientation accommodante de la politique monétaire et, d'autre part, de l'amélioration de la demande étrangère et la quasi-stabilité du taux de change effectif réel.

L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer tout en restant à un niveau modéré à moyen terme

A moyen terme, l'inflation sous-jacente devrait connaître une accélération passant d'un taux de 0,8% en 2016 à 1,6% en 2017 et à 1,9% en 2018. Cette évolution s'explique par l'atténuation anticipée des pressions désinflationnistes, en lien avec le maintien d'une dynamique soutenue de la demande domestique et la hausse modérée de l'inflation importée, elle-même impactée par l'accroissement des prix mondiaux des produits alimentaires et la quasi-stabilité prévue du taux de change effectif réel.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2017 - T1 2019)*



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

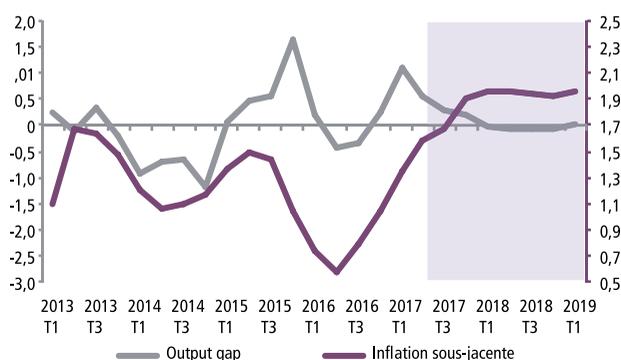
Tableau 7.4 : Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente

	Réalizations		Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2015	2016	2017	2018	Horizon de 8 trimestres	2017	2018
Inflation	1,6	1,6	0,9	1,6	1,3	-0,2	0,0
Inflation sous-jacente	1,3	0,8	1,6	1,9	1,9	0,1	0,0

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

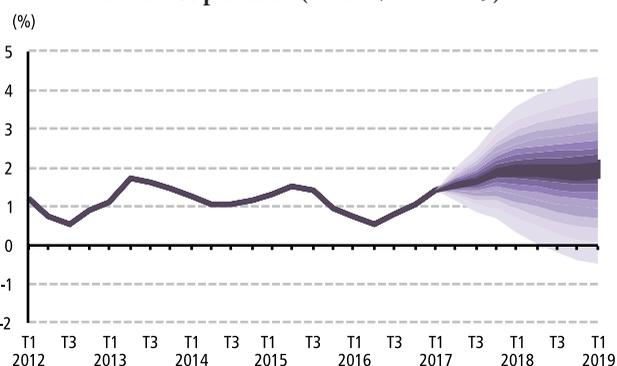
Concernant les prix des carburants et lubrifiants, ils devraient poursuivre leur tendance haussière en 2017 avant de se stabiliser en 2018, en ligne avec les prévisions des cours mondiaux du pétrole. Par ailleurs, compte tenu des baisses observées au premier trimestre 2017 et de la dissipation de l'effet des hausses survenues au deuxième trimestre 2016, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient accuser un recul en 2017 avant de se stabiliser en 2018.

En somme, l'inflation devrait rester modérée sur l'horizon de prévision s'établissant à 1,3% en moyenne. Après s'être établie à 1,6% en 2016, elle devrait décélérer à 0,9% en 2017 avant de passer à 1,6% en 2018.

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

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

Sources : HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2017 - T1 2019)*

7.3 Balance des risques

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

Pour ce qui est de la croissance, l'amélioration de la demande étrangère reste entourée d'importantes incertitudes. En effet, les risques politiques persistent toujours et continuent de peser sur les perspectives de l'activité mondiale, en particulier en ce qui concerne l'orientation future de la politique commerciale de la nouvelle administration américaine. En revanche, ceux relatifs aux politiques eurosceptiques se sont atténués et l'effet négatif anticipé du Brexit sur l'économie européenne pourrait s'alléger après l'activation de l'article 50, bien que fortement dépendant du déroulement des négociations avec L'Union européenne. De surcroît, la poursuite de la divergence des orientations de politique monétaire de la FED et de la BCE et l'appréciation du taux de change effectif réel qui devrait en résulter pourrait avoir un effet négatif sur la compétitivité des exportations marocaines et par conséquent sur la croissance.

En ce qui concerne les risques entourant la prévision centrale de l'inflation, une baisse plus importante des prix internationaux du pétrole ou une normalisation plus rapide de la politique monétaire de la FED et l'appréciation du taux de change effectif réel qui devrait en résulter pourraient engendrer des pressions à la baisse sur l'inflation. En revanche, une poursuite de l'orientation à la hausse des prix à l'international des produits alimentaires ou une éventuelle augmentation des salaires dans le cadre du dialogue social pourraient entraîner une hausse plus élevée que prévue des prix à la consommation.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
ANRT	: Agence Nationale de la Règlementation des Télécommunications
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BCP	: Banque Centrale Populaire
BoE	: Banque d'Angleterre
BLS	: US Bureau of Labor Statistics
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CCG	: Conseil de Coopération du Golf
CCG	: Conseil de la Coopération du Golfe
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CMR	: Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
DAP	: Phosphate Diammonique
DJ	: Dow Jones
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
EUROSTOXX	: Principal indice boursier européen
EUR	: EURO
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FED	: Réserve fédérale des États-Unis
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
FTSE	: Financial Times stock exchanges
HCP	: Haut-Commissariat au Plan
ICM	: Indice de Confiance des Ménages
GPM	: Global Projection Model (Modèle de projection de l'économie mondiale)
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation

IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente
IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IR	: Impôt sur le Revenu
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
Libor-OIS	: London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidant à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OCP	: Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PIB	: Produit Intérieur Brut
UE	: Union Européenne
USD	: Dollar Américain
TCN	: Titres de créances négociables
TIB	: Taux Interbancaire
TGR	: Trésorerie Générale du Royaume
TPME	: Très petites, Petites et Moyennes Entreprises
TSP	: Triple Super Phosphate
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur ajoutée

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	17
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	17
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	17
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	18
Graphique 1.5	: Evolution du Spread Libor-OIS	18
Graphique 1.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.7	: Evolution du taux de change euro/dollar	18
Graphique 1.8	: Cours mondial du Brent en dollar	19
Graphique 1.9	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	20

Graphique 1.10	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	20
Graphique 1.11	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 2.1	: Ventilation des exportations du secteur automobile entre 2013 et 2016, à fin mars	21
Graphique 2.2	: Evolution des transferts MRE	22
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	24
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	25
Graphique 3.3	: Evolution du coût de financement des banques	25
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	25
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	26
Graphique 3.6	: Ecart monétaire.....	26
Graphique 3.7	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire.....	26
Graphique 3.8	: Variation en glissement annuel du crédit.....	27
Graphique 3.9	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	27
Graphique 3.10	: Evolution de l'offre et de la demande	28
Graphique 3.11	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	28
Graphique 3.12	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	29
Graphique 3.13	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	29
Graphique 3.14	: Evolution des indices sectoriels en 2016.....	29
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours des bons du Trésor.....	30
Graphique 3.16	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	30
Graphique 3.17	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM.....	31
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	33
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	34
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement, cumul de janvier à avril.....	34
Graphique 4.5	: Soldes budgétaires, cumul de janvier à avril.....	35
Graphique 4.6	: Soldes budgétaires et financements cumul de janvier à avril.....	35
Graphique 4.1.2	: Evolution des recettes de la TVA, de l'IS et de l'IR.....	37
Graphique 4.1.3	: Contribution des impôts et taxes à la croissance des recettes fiscales	37
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor.....	36
Graphique E 4.1.1	: Evolution des parts des principaux impôts dans les recettes fiscales.....	36
Graphique E 4.1.2	: Evolution des recettes de la TVA, de l'IS et de l'IR	37
Graphique E 4.1.3	: Contribution des impôts et taxes à la croissance des recettes fiscales	37
Graphique E 4.1.4	: Part de la TVA dans les recettes fiscales en 2015.....	38
Graphique E 4.1.5	: Part de la TVA en pourcentage du PIB en 2015.....	38
Graphique 5.1	: Dépenses de la consommation finale nationale	41
Graphique 5.2	: PIB par composante	42
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	42
Graphique 5.4	: Créations d'emplois par secteur.....	42
Graphique 5.5	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	43
Graphique 5.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	43
Graphique 5.7	: Output-gap global	44
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	45
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 6.3	: Evolution des cours internationaux du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	46
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	47
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	48
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises	48

Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier.....	48
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	48
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à l'import.....	49
Graphique 6.11	: Evolution des principales composantes de l'indice des prix à l'import alimentaire.....	49
Graphique 6.12	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle.....	49
Graphique 7.1	: Croissance de la zone euro.....	52
Graphique 7.2	: Taux directeur de la BCE.....	52
Graphique 7.3	: Taux de change EUR /USD.....	53
Graphique 7.4	: Indice des prix des matières premières alimentaires.....	54
Graphique 7.5	: Prix du pétrole brut.....	54
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro.....	54
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis.....	54
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T12017 - T1 2019).....	57
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2017 - T1 2019).....	58
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	59
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2017 - T1 2019).....	59

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance.....	16
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage.....	17
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés.....	20
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	21
Tableau 2.2	: Evolution des exportations de phosphates et dérivés.....	21
Tableau 2.3	: Evolution des importations.....	22
Tableau 2.4	: Evolution des principaux produits à l'import.....	22
Tableau 2.5	: Evolution de la balance de services.....	22
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire.....	24
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	25
Tableau 3.3	: Taux créditeurs.....	25
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires.....	33
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques.....	34
Tableau 4.3	: Financements des déficits.....	35
Tableau 4.4	: Perspectives d'endettement du Trésor.....	35
Tableau 4.1.1	: La répartition des dépenses fiscales par principaux impôts.....	38
Tableau 4.1.2	: Parts de la TVA dans le PIB et dans les recettes fiscales.....	39
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	44
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.....	47
Tableau 7.1	: Prévisions des principales composantes de la balance des paiements.....	55
Tableau 7.2	: Prévisions de la croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire.....	56
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	57
Tableau 7.4	: Prévisions de l'inflation et de l'inflation sous-jacente.....	58

LISTE DES ENCADRES

Encadré 4.1	: Evolution et importance des recettes de la TVA et comparaison internationale.....	36
-------------	---	----