



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 36 / 2015

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 22 septembre 2015





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 22 septembre 2015

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
DAP	: Phosphate Diammonique
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation
IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente
IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
ISM	: Indice des Salaires Moyens
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidents à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
Pb	: Points de base
P/B	: Price to Book Ratio
PER	: Price Earnings Ratio
PL	: Placements liquides
RPM	: Rapport sur la politique monétaire
PME	: Petites et Moyennes Entreprises
PMI	: Purchasing Managers Index
RIN	: Réserves internationales nettes
RL	: Reprise de liquidités
SMIG	: Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	: Taxe Intérieure de Consommation
TMP	: Taux Moyen Pondéré
TSP	: Triple superphosphate
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur Ajoutée
WEO	: World Economic Outlook (perspectives économiques mondiales)

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	11
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale .....</b>	<b>15</b>
1.1 Production .....	15
1.2 Consommation .....	19
1.3 Investissement .....	20
1.4 Comptes extérieurs .....	22
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>25</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	25
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	26
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>28</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	28
3.2 Prix des matières premières et inflation .....	33
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	36
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>38</b>
4.1 Conditions monétaires .....	38
4.2 Prix des actifs .....	45
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>49</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	49
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	50
5.3 Biens et services .....	51
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	51
5.5 Anticipations d'inflation .....	52
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>53</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	53
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	57

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T2 2015- T2 2016.....	16
Graphique 1.2	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes .....	16
Graphique 1.3	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires .....	16
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale .....	17
Graphique 1.5	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP et des ventes cumulées de ciment .....	17
Graphique 1.6	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	18
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel des recettes MRE .....	18
Graphique 1.8	: Evolution en glissement annuel des crédits à la consommation .....	19
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel des crédits à l'équipement .....	19
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires .....	19
Graphique E1.1.1	: Soldes du budget .....	21
Graphique E1.1.2	: Recettes ordinaires.....	21
Graphique E1.1.3	: Dépenses globales.....	22
Graphique 1.11	: Evolution des exportations,.....	23
Graphique 1.12	: Evolution des exportations des secteurs automobile et textile et cuir .....	23
Graphique 1.13	: Evolution des importations, .....	23
Graphique 1.14	: Evolution des exportations de phosphates .....	24
Graphique 1.15	: Evolution des importations du pétrole brut .....	24
Graphique 2.1	: Evolution de l'output gap non agricole .....	25
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie .....	25
Graphique 2.3	: Evolution du coût unitaire de production .....	25
Graphique 2.4	: Variation en glissement annuel de la productivité apparente du travail .....	26
Graphique 2.5	: Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité .....	26
Graphique 2.6	: Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels .....	27
Graphique 2.7	: SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	27
Graphique 3.1	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis .....	28
Graphique 3.2	: Evolution du Spread LIBOR -OIS .....	28
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	28
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI .....	29
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	29
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	29
Graphique E3.1.1	: Evolution de l'indice de la bourse de Shanghai .....	30
Graphique E3.1.2	: Croissance économique de la Chine .....	30
Graphique E3.1.3	: Evolution de la valeur du Yuan contre le dollar américain.....	31
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés .....	31
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents.....	31
Graphique 3.9	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	32
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en dollars .....	33
Graphique 3.11	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	34
Graphique 3.12	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés .....	34
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	34
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	35
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'importation hors énergie .....	36
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'importation hors énergie en glissement annuel.....	36
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement trimestriel .....	37
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement annuel .....	37

Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	38
Graphique 4.2	: Evolution des taux débiteurs .....	38
Graphique 4.3	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor .....	39
Graphique 4.4	: Variation en glissement annuel de M3 .....	39
Graphique E 4.1.1	: Evolution de l'effet des FALB par trimestre .....	40
Graphique E 4.1.2	: Evolution de l'effet des FALB par mois .....	40
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires .....	40
Graphique E 4.1.4	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	40
Graphique E 4.1.5	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire .....	41
Graphique 4.5	: Ecart monétaire .....	42
Graphique 4.6	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire .....	42
Graphique 4.7	: Variation en glissement annuel des composantes de M3 .....	42
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel du crédit .....	42
Graphique 4.9	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit .....	43
Graphique 4.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	43
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes .....	44
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	44
Graphique 4.13	: Evolution du taux de change du dirham .....	45
Graphique 4.14	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham .....	45
Graphique 4.15	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers .....	45
Graphique 4.16	: Evolution quotidienne de l'indice MASI .....	46
Graphique 4.17	: Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI depuis le début de l'année .....	46
Graphique 4.18	: Evolution de l'encours des bons du Trésor .....	47
Graphique 4.19	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	47
Graphique 4.20	: Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur .....	47
Graphique 4.21	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM .....	48
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	49
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	50
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX.....	50
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	51
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	51
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	51
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	51
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	52
Graphique 5.9	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels .....	52
Graphique 5.10	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises .....	52
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2015 T3 - 2016 T4 .....	57

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution en glissement annuel du PIB par grande branche d'activité .....	15
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale .....	22
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage.....	26
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	30
Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance .....	32
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires.....	33
Tableau 3.4	: Evolution de l'inflation dans le monde .....	35
Tableau 3.5	: Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde .....	35

Tableau 3.6	: Evolution de l'IPM .....	36
Tableau 4.1	: Taux créditeurs .....	39
Tableau 4.2	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	39
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes .....	49
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers .....	50
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	50
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés .....	51
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services .....	51
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2015 T3 –2016 T4 .....	57

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.2	: Exécution budgétaire à fin juillet 2015 .....	21
Encadré 3.1	: Evolution récente de la bourse de Shanghai .....	30
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	40



بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 22 septembre 2015

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa troisième réunion trimestrielle de l'année le mardi 22 septembre 2015.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du quatrième trimestre 2016.
3. Sur le plan international, le Conseil a noté que la reprise de l'activité dans les pays avancés se poursuit, mais à un rythme plus faible que prévu. Dans la zone euro, le PIB s'est accru de 1,5% au deuxième trimestre après 1,2% un trimestre auparavant et devrait, selon les projections de septembre de la BCE, progresser de 1,4% en 2015 et de 1,7% en 2016. Aux Etats-Unis, la croissance a décéléré à 2,7% et ses perspectives à moyen terme ont été revues par la Fed en septembre à la hausse pour 2015 à 2,1% et à la baisse pour 2016 à 2,3%. En parallèle, la situation continue de s'améliorer sur le marché du travail, le taux de chômage ayant reculé à 10,9% en juillet dans la zone euro et à 5,1% en août aux Etats-Unis, soit son plus bas niveau depuis avril 2008. Au niveau des principaux pays émergents, les données du deuxième trimestre montrent une sensible amélioration de la croissance en Inde, une stagnation de son rythme en Chine et une accentuation de la contraction du PIB en Russie et au Brésil. Sur le marché des matières premières, le prix du pétrole s'est inscrit dans un mouvement baissier depuis le mois de juin, affichant des régressions mensuelles de 11,4% en juillet et de 15,9% en août. Il devrait, selon les prévisions de la Banque Mondiale, finir l'année sur un cours moyen de 57,5 \$ le baril avant d'augmenter à 61,2\$ en 2016. Dans ces conditions, le taux d'inflation s'est établi à 0,1% en août dans la zone euro et devrait, selon les projections de la BCE, terminer l'année 2015 à ce même niveau, avant d'augmenter à 1,1% en 2016. Aux Etats-Unis, ce taux s'est situé à 0,2% en août et terminerait l'année, selon les prévisions de la Fed, avec une moyenne de 0,4% avant de rebondir à 1,7% en 2016.
4. Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu le 3 septembre inchangé à 0,05% son taux directeur et a décidé d'augmenter la limite de sa part de rachats de titres publics de 25% à 33%. Pour sa part, la Fed a décidé, lors de sa réunion le 17 de ce mois, de maintenir son taux dans une fourchette de 0% à 0,25%, en indiquant que son Comité anticipe qu'il serait approprié de relever ses taux lorsqu'il aura observé une amélioration supplémentaire sur le marché de travail et qu'il sera raisonnablement confiant que l'inflation évoluera vers son objectif de 2% à moyen terme. Le Comité a précisé de manière explicite pour la première fois que les développements économiques et financiers internationaux récents pourraient freiner quelque peu l'activité aux Etats-Unis et mettre une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation à court terme. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel s'est stabilisé aux Etats-Unis à 7,3% en août, tandis que dans la zone euro, il a enregistré un accroissement de 0,9% en juillet après 0,6% un mois auparavant.
5. L'ensemble de ces évolutions de la conjoncture internationale n'indiquent pas de pressions inflationnistes d'origine externe.
6. Au niveau national, la croissance s'est établie à 4,1% au premier trimestre contre 2,8% un an auparavant, résultat d'une hausse de 12% de la valeur ajoutée agricole contre un repli de 1,6%. En revanche, la progression du PIB non agricole a décéléré de 3,4% à 3,1%. Tenant compte de ces évolutions et des indicateurs infra-annuels disponibles, la croissance devrait s'établir à 4,6% en 2015 au lieu de 2,4% en 2014, portée principalement par les activités agricoles, tandis que le rythme du PIB non agricole devrait rester limité à 3,3%. En 2016, sous l'hypothèse d'une campagne agricole normale, la croissance devrait revenir à 2,4% et sa composante non agricole devrait se stabiliser à 3,3%. Sur le marché du travail, les données du deuxième trimestre indiquent un recul du taux de chômage de 0,6 point à 8,7%. Cette évolution refléterait la diminution sensible de 0,9 point du taux d'activité, alors que les créations d'emplois sont restées limitées à 38.000 postes. Dans ces conditions, l'output gap non agricole ressort négatif, dénotant ainsi de l'absence de tensions inflationnistes émanant de la sphère réelle de l'économie.
7. Au plan des comptes extérieurs, les données provisoires à fin août montrent un allègement de 20,4% du déficit de la balance commerciale, résultat essentiellement d'une contraction de 30% de la facture énergétique et de la poursuite de la dynamique des exportations, avec des hausses de 19,1%

des expéditions de la construction automobile et de 18,4% des ventes de phosphates et dérivés. Les transferts des MRE, pour leur part, ont progressé de 5,5%, alors que les recettes de voyages ressortent en baisse de 2,5%, en dépit d'un rebond de 16,1% en juillet. Sur la base de ces évolutions, d'un prix moyen du baril à 57,5 \$ en 2015 et d'une recette en dons des pays du CCG limitée à 6 milliards, le déficit du compte courant devrait se situer à 2,8% au terme de 2015. Concernant les opérations du compte financier, les entrées d'IDE sur les huit premiers mois de l'année ont atteint 24,2 milliards, en hausse de 22,8% en glissement annuel. Dans ces conditions, les réserves de change se sont renforcées de 19,7% à 210,2 milliards à fin août, soit l'équivalent de 6 mois d'importations de biens et services et devraient davantage s'améliorer pour assurer la couverture de six mois et demi d'importations à fin décembre.

8. S'agissant des finances publiques, les dépenses globales ont enregistré une diminution de 5%, à fin août, reflétant principalement un allègement de 54,2% de la charge de compensation. En revanche la masse salariale s'est appréciée de 0,6% et les dépenses d'investissement ont augmenté de 2,6% à 34,5 milliards, soit un taux de réalisation de 70% du montant prévu dans la loi de finances. En parallèle, les recettes fiscales ont reculé de 0,8% avec notamment une baisse de 4,4% des revenus de l'IS. Quant aux recettes en dons, elles se sont établies à 1,3 milliard contre 7,2 milliards sur la même période de 2014. Au total, l'exécution budgétaire s'est soldée par une atténuation du déficit budgétaire hors privatisation de 10 milliards, laissant présager que l'objectif d'un déficit de 4,3% du PIB, fixé dans le cadre de la loi de finances, serait atteint.
9. Sur le plan monétaire, le rythme de progression de l'agrégat M3 est revenu de 6,2% en moyenne au cours du deuxième trimestre à 5,3% à fin juillet et devrait se situer à 5% en 2015. L'écart monétaire ressort ainsi négatif, dénotant de l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme de progression s'est stabilisé à 2,3%, avec une accentuation, entre le deuxième trimestre et juillet de la baisse des crédits de trésorerie, un ralentissement de ceux à la consommation et à l'équipement ainsi qu'une accélération des prêts immobiliers. Tenant compte de ces évolutions et des résultats de l'enquête de BAM sur les conditions d'octroi du crédit, indiquant une baisse de la demande des entreprises au cours du deuxième trimestre, la prévision de la progression du crédit pour 2015 a été révisée à la baisse à près de 3%. Pour ce qui est des liquidités bancaires, elles se sont améliorées de 5,9 milliards en moyenne au cours des mois de juillet et d'août par rapport au deuxième trimestre, et les interventions de BAM ont été réduites à 36,3 milliards en moyenne. S'agissant des taux débiteurs, ils ont enregistré au cours du deuxième trimestre des baisses trimestrielles de 9 points de base pour les crédits à la consommation, de 7 points pour ceux destinés à l'équipement et de 6 points pour les prêts immobiliers. En revanche, les taux assortissant les crédits de trésorerie ont augmenté de 18 points de base, portant le taux moyen global de 5,81% à 5,93%.
10. Sur le marché des actifs, l'indice des prix des biens immobiliers a enregistré au cours du deuxième trimestre une baisse trimestrielle de 0,4%, traduisant une diminution de 0,9% des prix du résidentiel. En revanche, l'indice du foncier a augmenté de 1,4% et celui des actifs à usage professionnel s'est quasiment stabilisé à son niveau du premier trimestre. Au niveau du marché boursier, après une hausse de 6,8% au cours du premier trimestre, le MASI s'est inscrit dans un mouvement baissier, affichant à fin août une contreperformance de 2,9% depuis le début de l'année.
11. Pour ce qui est de l'évolution des prix à la consommation, le taux d'inflation s'est établi à 1,7% en août après 2,4% en juillet, reflétant principalement le recul du rythme de progression des prix des produits réglementés hors carburants et lubrifiants de 4,8% à 2,2%. Quant à l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, elle est passée de 1,4% à 1,5%, avec une légère accélération du rythme des prix des biens non échangeables de 1,3% à 1,4% et une stabilité de celui des biens échangeables à 1,6%. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur mouvement baissier avec une nouvelle diminution de 3,7% en juillet.
12. Sur la base de l'ensemble de ces évolutions, l'inflation devrait rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Elle s'établirait à 1,8% en 2015 et à 1,5% en moyenne sur les 6 prochains trimestres.
13. Tenant compte de l'ensemble de ces évolutions et des incertitudes qui continuent à entourer les perspectives économiques aussi bien au niveau national qu'international, le Conseil a jugé que le niveau actuel de 2,5% du taux directeur reste approprié.
14. Par ailleurs, le Conseil a validé la Charte de Gouvernance de Bank Al-Maghrib élaborée conformément aux bonnes pratiques en la matière.

## APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte de forte volatilité sur les marchés financiers et de baisse des cours des matières premières, l'activité économique mondiale reste marquée par la poursuite d'une reprise modérée au niveau des principaux pays avancés et la décélération de l'activité dans les économies émergentes avec des évolutions contrastées d'un pays à l'autre. Ainsi, l'activité a poursuivi sa reprise dans la zone euro à un rythme plus faible que prévu, avec une hausse du PIB de 1,5%, en glissement annuel, au lieu de 1,2% au trimestre précédent et aux Etats-Unis, la croissance s'est établie à 2,7% au lieu de 2,9%, pénalisée par la forte décélération de l'investissement privé. Au Royaume-Uni, elle est revenue de 2,9% à 2,6%, reflétant notamment le ralentissement de la construction et des services et au Japon, la conjoncture a été marquée par un net recul d'un trimestre à l'autre des exportations et de la consommation privée. Sur les marchés de l'emploi, le taux de chômage a baissé d'un mois à l'autre de 5,3% à 5,1% aux Etats-Unis en août et de 11,1% à 10,9% dans la zone euro en juillet, soit son plus bas niveau depuis mars 2012. Dans les principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée au deuxième trimestre à 7% en Chine et s'est améliorée de 6,1% à 7,1% en Inde. Au Brésil et en Russie, la contraction du PIB s'est accentuée, s'établissant respectivement à -2,6% après -1,6% et à -4,6% après -2,2%.

En termes de perspectives, le FMI a abaissé en juillet sa prévision de croissance mondiale de 0,2 point pour 2015, la ramenant à 3,3%, et il l'a maintenue à 3,8% pour 2016. La croissance des pays avancés devrait s'établir à 2,1% en 2015 et à 2,4% en 2016 et le PIB des économies émergentes et en développement augmenterait de 4,2% en 2015 et de 4,7% en 2016. Pour ce qui est de l'emploi, le Fonds tablait dans ses prévisions d'avril sur un taux de chômage de 5,4% en 2015 et de 5% en 2016 aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro, ce taux devrait rester élevé à 11% et 10,5% respectivement.

S'agissant des marchés boursiers, les indices des principales économies avancées et émergentes ont enregistré des baisses sensibles au cours du mois d'août. L'EUROSTOXX50 a diminué de 2,8% d'un mois à l'autre et le Dow Jones et le NIKKEI 225 ont marqué des reculs de 4,1% et 2,3% respectivement. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM s'est contracté de 8,8%, traduisant des replis de 8,4% de l'indice de la Chine, de 10,3% de celui de la Turquie et de 3,5% pour l'Inde. Sur les marchés obligataires, les taux ont poursuivi leur baisse dans les pays avancés, le taux de rendement à 10 ans étant passé, entre juillet et août, de 0,7% à 0,6% pour l'Allemagne, de 1,1% à 1% pour la France et de 2,3% à 2,2% pour les Etats-Unis. En revanche pour les économies émergentes, les taux de rendement se sont globalement stabilisés en Chine et en Inde et ont augmenté au Brésil et en Turquie. Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié face aux devises des principales économies avancées avec des hausses, entre juillet et août de 1,2% par rapport au dollar, de 1,1% vis-à-vis de la livre sterling et de 0,9% contre le yen japonais. Pour ce qui est des monnaies des principaux pays émergents, elles se sont dépréciées face au dollar avec notamment une diminution de 2,1% du yuan chinois qui s'est établi le 12 août à 6,4 yuans pour un dollar, soit son plus bas niveau depuis 2011.

En ce qui concerne, les décisions de politique monétaire, la FED a décidé, lors de sa réunion de septembre, de maintenir son taux dans une fourchette allant de 0% à 0,25%, en précisant que son Comité anticipe qu'il serait approprié de relever ses taux lorsqu'il aura observé une amélioration supplémentaire sur le marché de travail et il sera raisonnablement confiant que l'inflation évoluera vers son objectif de 2% à moyen terme. De même, la BCE a maintenu, le 03 septembre, son taux directeur inchangé à 0,05% et a décidé d'augmenter la limite de sa part de rachat dans les émissions du secteur public de 25% à 33%. S'agissant des pays émergents, la Banque centrale de Chine a réduit, le 25 août, son taux directeur de 25 points de base à 4,6% et a procédé à trois reprises, entre le 11 et le 13 août, à une dévaluation du yuan par rapport au dollar. En revanche, la Banque centrale de l'Inde a décidé, le 4 août, de garder son taux directeur à 7,25%, tout en maintenant l'orientation accommodante de sa politique monétaire.

Au niveau des marchés des matières premières, les cours se sont globalement inscrits en baisse. Ainsi, pour ce qui est des produits énergétiques, le prix du Brent a chuté en août de 53,6% en glissement annuel, revenant à 47,5 dollars le baril en moyenne, l'indice des cours des métaux de base a reculé de 27,2% et celui des prix des produits agricoles de 12,8%. Pour les phosphates et dérivés, le cours s'est accru, en glissement annuel, de 4,5% pour le phosphate brut et de 5,6% pour le Chlorure de Potassium.

Il a, en revanche, régressé de 8,1% pour le DAP, de 9% pour le TSP et de 15,2% pour l'urée. Quant au cours du blé dur, il a connu un recul de 31,7% d'une année à l'autre.

Dans ces conditions, le taux d'inflation s'est stabilisé aux Etats-Unis à 0,2% et a baissé dans la zone euro à 0,1% en août. Dans ses projections du 3 septembre, la BCE a révisé à la baisse ses prévisions d'inflation dans la zone à 0,1% pour 2015 et à 1,1% en 2016. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer au total l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe à moyen terme.

Au plan national, les données publiées par le HCP selon la nouvelle année de base 2007 font ressortir une croissance de 2,4% en 2014, recouvrant une baisse de la valeur ajoutée agricole de 2,5% et une progression de 3,1% des activités non agricoles. Tenant compte des données infra-annuelles disponibles, la croissance devrait se situer à 4,6% en 2015, portée essentiellement par une production céréalière record de 115 millions de quintaux alors que la croissance du PIB non agricole devrait rester limitée à 3,3%. En 2016, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole normale, la croissance devrait revenir à 2,4% et sa composante non agricole devrait rester au même niveau de 2015, soit 3,3%.

Sur le marché du travail, après une hausse de 0,7 en 2014, le taux de chômage a diminué de 0,6 point au deuxième trimestre 2015 à 8,7%, avec des reculs à 13,4% en milieu urbain et à 3,3% en zones rurales. Cette évolution reflète une baisse sensible du taux d'activité de 0,9 point alors que les créations d'emploi se sont limitées à 38.000 postes. Le secteur de l'agriculture, forêt et pêche en particulier a connu une perte de 58.000 postes en dépit d'une production céréalière record de 115 millions de quintaux.

Dans ces conditions, l'output gap non agricole continue à enregistrer des valeurs négatives, laissant conclure l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande à moyen terme.

S'agissant des comptes extérieurs, le déficit commercial poursuit son allègement, enregistrant une baisse de 20,4% à fin août par rapport à la même période de 2014. Les importations ont accusé un repli de 6,7%, avec notamment une diminution de 30% de la facture énergétique, alors que les exportations ont augmenté de 6,6%, traduisant principalement une amélioration de 18,4% des expéditions des phosphates et dérivés et de 19,1% de la construction automobile. Pour les autres rubriques du compte courant, les transferts des MRE ont augmenté de 5,5% et, malgré un rebond de 16,1% en juillet, les recettes voyages restent en baisse de 2,5% à fin août. Sur la base de ces données, sous les hypothèses d'un prix moyen de 57,5 dollars le baril, retenu par la Banque mondiale, et d'une recette en dons du CCG de 6 milliards de dirhams contre 13 milliards prévue dans la loi de finances, le déficit du compte courant devrait se situer à 2,8% du PIB au terme de 2015 après 5,6% en 2014. Tenant compte de l'évolution des flux nets d'IDE qui se sont accrus de 21,1%, et de celle des autres composantes du compte financier, l'encours des réserves internationales nettes a atteint 210,2 milliards de dirhams à fin août, soit l'équivalent de 6 mois d'importations de biens et services. Il devrait se renforcer davantage pour terminer l'année à un niveau équivalent à 6 mois et demi d'importations.

La situation des charges et ressources du Trésor à fin juillet 2015 fait ressortir un déficit budgétaire, hors privatisation, de 23,6 milliards, en réduction de 10,2 milliards par rapport à la même période de 2014. Cette évolution résulte essentiellement d'une baisse de plus de moitié de la charge de compensation, les dépenses de fonctionnement ayant été en légère augmentation. En parallèle, les recettes ordinaires ont diminué de 2,9%, reflétant un recul de 0,5% des recettes fiscales et de 19,8% de celles non fiscales. En particulier, les dons du CCG se sont chiffrés à 944 millions à fin juillet 2015 contre 7,1 milliards un an auparavant. Le solde ordinaire ressort ainsi positif à 1,2 milliard, contre un solde négatif de 3,3 milliards à fin juillet 2014. Tenant compte de ces évolutions, l'objectif d'un déficit budgétaire de 4,3% du PIB prévu dans la LF devrait être atteint, la réduction des recettes au titre des dons étant compensée par la baisse de la charge de compensation.

Sur le volet monétaire, le rythme de progression de l'agrégat M3 s'est inscrit en ralentissement, revenant de 6,2% en moyenne au deuxième trimestre à 5,3% en juillet, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif et indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. S'agissant du crédit bancaire, son taux d'accroissement annuel n'a pas connu de variation significative s'établissant à

2,3%. Cette évolution recouvre une accentuation de la baisse des facilités de trésorerie, un ralentissement des prêts à la consommation et à l'équipement et une accélération des prêts immobiliers. Tenant compte de cette évolution, le rythme de progression du crédit bancaire en 2015 devrait s'établir autour de 3%. Quant aux créances en souffrance, leur part dans le crédit bancaire est restée stable à 7,2%. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux interbancaire est resté aligné sur le taux directeur, se situant à 2,51% en moyenne au cours des mois de juillet et d'août. S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est établi à 3,68% en juillet, en diminution de 3 points de base comparativement au deuxième trimestre 2015. En ce qui concerne les taux débiteurs, les données du deuxième trimestre indiquent une hausse de 12 points de base par rapport au trimestre précédent du taux moyen pondéré reflétant l'augmentation de 18 points de base du taux assortissant les facilités de trésorerie alors que les taux appliqués aux autres catégories de crédit ressortent en baisse de 9 points de base pour les crédits à la consommation, de 7 points pour les crédits à l'équipement et de 6 points pour les crédits immobiliers. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié au deuxième trimestre 2015 de 0,76% en termes nominaux et de 1,89% en termes réels en raison d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc.

Sur le marché des actifs, les prix de l'immobilier ont accusé au deuxième trimestre une baisse de 0,4%, recouvrant un repli de 0,9% des prix des biens résidentiels, un accroissement de 1,4% de ceux des biens fonciers et une quasi-stagnation pour les actifs à usage professionnel. Le nombre de transactions a diminué de 0,5%, résultat d'un recul de 9,2% des ventes de biens à usage professionnel et d'une hausse de celles d'actifs résidentiels et fonciers de 0,3% et 0,2% respectivement. S'agissant du marché boursier, après avoir diminué de 6,7% au deuxième trimestre, l'indice de référence s'est replié de 2,4% au cours de la période juillet-août, sa contre-performance depuis le début de l'année revenant ainsi à 2,9%. Pour ce qui est du volume des transactions, il a continué sa tendance baissière, s'établissant sur le marché central à 1,8 milliard en moyenne mensuelle au cours des mois de juillet et d'août contre 2,3 milliards au cours du premier semestre et de 2,6 milliards en moyenne en 2014.

Au niveau de l'évolution de l'inflation, la tendance haussière des prix observée depuis le début de l'année s'est confirmée davantage. En effet, l'inflation s'est établie à 2,4% en juillet contre 1,5% au premier trimestre et 2% au second trimestre 2015 sous l'effet principalement de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils dont la contribution à la hausse est passée de 0,3 à 0,5 puis à 1 point de pourcentage. Le relèvement des prix des tabacs a également contribué à cet accroissement à partir du mois de juin. Pour sa part, l'inflation sous-jacente a augmenté de 1,3% à 1,5% entre le premier et le second trimestre, avant de revenir à 1,4% en juillet. Celle des biens non échangeables s'est établie à 1,3% en moyenne entre avril et juillet contre 1,1% au premier trimestre. L'inflation des biens échangeables s'est accrue de 1,6% à 1,7% avant de revenir à 1,6% en juillet. Par ailleurs, les prix à la production des industries manufacturières ont poursuivi leur baisse entamée depuis début 2013, accusant un repli annuel de 3,7% en juillet après celui de 2,7% en juin, traduisant l'accentuation de la diminution des prix de la branche «cokéfaction et raffinage» de 27,5% à 32%.

Sur la base de l'ensemble de ces évolutions, l'inflation devrait rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix avec une balance des risques équilibrée. Elle s'établirait à 1,8% en 2015 et à 1,3% en 2016. Elle se situerait à 1,5% en moyenne sur les six prochains trimestres et à 1,2% au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre 2016.

بنك المغرب  
بنك المغرب

# 1. ORIENTATION DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE GLOBALE

La croissance nationale s'est établie à 4,1% au premier trimestre 2015, contre 2,8% à la même période une année auparavant, portée par une amélioration de 12% de la valeur ajoutée agricole, la croissance de la valeur ajoutée non agricole étant restée modérée à 2% au lieu de 2,9%. Aux deuxième et troisième trimestres, la croissance nationale devrait s'améliorer à 5% en moyenne, à la faveur d'une expansion de 15,4% de la valeur ajoutée agricole, la croissance non agricole devant s'établir à 3,4%. Tenant compte d'une progression moins importante que prévue de la valeur ajoutée non agricole au premier trimestre et de l'évolution de certains indicateurs infra-annuels, la prévision de la croissance du PIB non agricole en 2015 a été légèrement revue à la baisse de 0,2 point à 3,3%. En parallèle, la hausse de la valeur ajoutée agricole a été révisée à la hausse de 0,2 point à 15,2%, suite à la ré-estimation de la production céréalière à 115 millions de quintaux. Au total, la croissance nationale devrait s'établir à 4,6% en 2015, soit une baisse de 0,2 point par rapport à celle communiquée en juin. Du côté de la demande, la consommation des ménages devrait se raffermir, soutenue par la hausse des revenus agricoles, l'amélioration des transferts des MRE et une inflation modérée. L'investissement devrait, pour sa part, rester peu dynamique, pâtissant de l'essoufflement et de l'attentisme marquant le secteur du BTP et les incertitudes liées à l'évolution de la demande extérieure. En 2016, la croissance nationale devrait ralentir à 2,4%, reflétant un repli de 6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière normale de 70 millions de quintaux. Compte tenu d'un fort ralentissement de la progression des impôts nets des subventions, l'activité non agricole devrait maintenir son rythme de progression à 3,3%. Les risques entourant les perspectives à moyen terme demeurent liés notamment à un ralentissement de la croissance des pays partenaires et au retournement de l'évolution des cours des matières premières.

## 1.1 Production

La croissance nationale s'est accélérée à 4,1% au premier trimestre 2015 contre 2,8% à la même période une année auparavant, résultat d'une amélioration de 12% de la valeur ajoutée agricole. Pour sa part, la croissance de la valeur ajoutée non agricole est restée modérée à 2% contre 2,9%.

Au deuxième trimestre 2015, la croissance nationale se serait établie à 4,9% et devrait atteindre 5,1% au troisième trimestre, portée par des hausses respectives de 15,2% et 15,5% de la valeur ajoutée agricole. Tenant compte principalement des perspectives positives quant aux évolutions des industries alimentaires et de la bonne tenue de celles mécaniques, la valeur ajoutée non agricole devrait se situer à 2,2% et 2,4% respectivement. Avec une augmentation de près de 11% des impôts nets des subventions, la croissance du PIB non agricole aurait atteint 3,4% au deuxième trimestre et resterait à un niveau proche au troisième trimestre.

Concernant le secteur agricole, les dernières estimations du Ministère de l'Agriculture

**Tableau 1.1 : Evolution en glissement annuel du PIB par grande branche d'activité**  
(Prix de l'année précédente chaînés, base 2007)

Branches d'activités	2013		2014			2015			
	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII <sub>p</sub>	TIII <sub>p</sub>
Agriculture	19,8	17,4	-1,6	-3,6	-3,5	-1,3	12,0	15,2	15,5
<b>VA non agricole</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
Industrie extractive	-2,3	-0,7	12,3	6,2	2,5	-3,5	-10,9	-3,2	-3,0
Industrie de transformation	-0,8	0,2	1,7	1,5	1,1	-0,5	1,8	1,7	1,7
Electricité et eau	16,1	20,2	5,1	6,3	3,1	3,6	10,1	1,6	1,7
Bâtiment et travaux publics	1,9	2,0	2,1	1,7	1,0	0,9	1,3	1,3	1,4
Commerce	-0,6	-1,8	2,3	2,4	-0,6	-0,4	2,7	2,6	2,9
Hôtels et restaurants	3,5	5,0	4,8	3,3	1,9	-0,3	-1,0	-1,8	-1,6
Transports	2,7	1,6	5,4	6,4	5,1	5,3	0,6	0,4	0,7
Postes et télécommunications	1,5	1,5	7,2	5,7	6,3	6,2	4,7	4,5	4,7
Administration publique générale et sécurité sociale	2,2	0,9	3,0	2,6	2,4	2,3	2,1	2,5	2,6
Autres services*	2,3	2,2	2,5	2,0	1,6	0,3	2,1	2,3	2,0
Impôts sur les produits nets des subventions	22,0	15,0	8,1	11,8	13,9	19,0	13,0	11,0	10,5
<b>PIB hors agriculture</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>5,3</b>	<b>4,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>

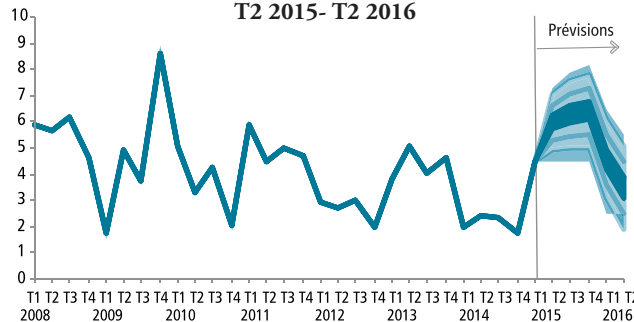
(\*) Comprenant les activités financières et assurances, services rendus aux entreprises et services personnels, éducation, santé et action sociale  
Sources : HCP et prévisions de BAM.



tablement sur une réévaluation à la hausse de production céréalière à 115 millions de quintaux au titre de la campagne 2014-2015, contre une première estimation de 110 millions de quintaux. Ainsi, la production céréalière ressort en progression de 70,4% par rapport à l'année précédente et de 53,4% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Bénéficiant des conditions climatiques favorables, avec un cumul pluviométrique en hausse de près de 26% par rapport à l'année précédente et une bonne répartition spatiale et temporelle des précipitations, l'actuelle campagne a enregistré un niveau record de 56 millions de quintaux de blé tendre, de 35 millions d'orge et de 24 millions de blé dur.

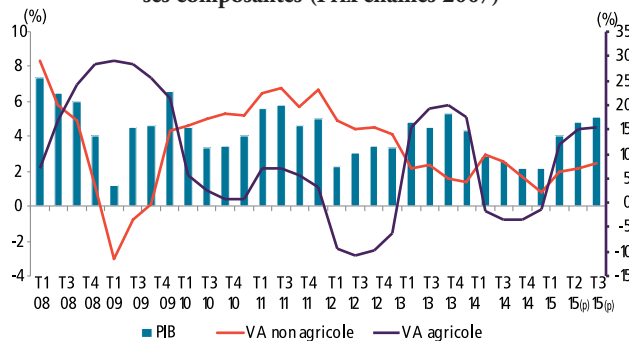
Pour ce qui est des activités secondaires, la valeur ajoutée des industries de transformation devrait maintenir un taux de croissance comparable à celui observé au premier trimestre, soit 1,7% aux deuxième et troisième trimestres 2015, un taux, certes, supérieur à celui observé au cours de la même période une année auparavant, mais qui reste en deçà de sa dynamique de long terme. Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie indiquent, en effet, une hausse du TUC à 71% au deuxième trimestre contre 65% un trimestre auparavant. Les indicateurs à haute fréquence renseignant sur le troisième trimestre font ressortir des évolutions contrastées, ce qui laisse entrevoir une quasi-stabilité de la croissance du secteur. L'enquête de conjoncture dans l'industrie du mois de juillet fait état d'une baisse d'un mois à l'autre de la production et des ventes, le TUC s'étant établi à 73% contre 75% un mois auparavant. Dans la même lignée, les ventes de l'électricité de très haute, haute et moyenne tensions ont quasiment stagné à fin juillet 2015. En revanche, les indicateurs du commerce extérieur montrent des évolutions favorables, tenant compte particulièrement de l'amélioration de l'activité de l'industrie alimentaire et de la bonne tenue de celle

Graphique 1.1 : Projections de la croissance du PIB T2 2015- T2 2016



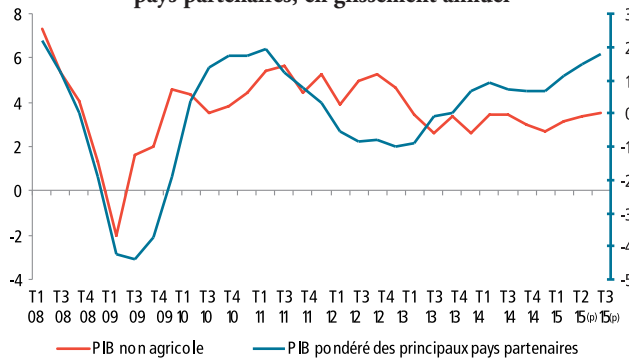
Sources : HCP et prévisions de BAM.

Graphique 1.2 : Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes (Prix chaînés 2007)



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

Graphique 1.3 : Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires, en glissement annuel



Sources : HCP, FMI, calculs et prévisions de BAM.

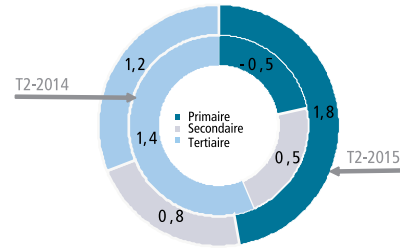
automobile, dont les exportations, à prix courants, ont progressé de 16,1% et de 15%, respectivement, à fin août 2015.

S'agissant de l'industrie minière, le recul de sa valeur ajoutée devrait s'atténuer au deuxième trimestre à 3,2% au lieu de 10,9% un trimestre auparavant. Cette évolution reflèterait l'allègement de la diminution de la production marchande de phosphates, qui est revenue à 7,1% au deuxième trimestre après une régression de 12,3% un trimestre plus tôt. De même, le volume des exportations a marqué une hausse de 1,7%, contre une baisse de 25,4%. Cette orientation devrait se poursuivre au cours du troisième trimestre, avec une diminution de 3% de la valeur ajoutée du secteur. Les données disponibles du mois de juillet indiquent un recul de 9% et de 14,5% du volume de la production et des exportations de phosphates respectivement.

Après une hausse de 10,1% au premier trimestre 2015, la valeur ajoutée de la branche électricité et eau devrait connaître une décélération de son rythme de progression à 1,6% au deuxième trimestre. Cette évolution serait imputable au ralentissement de la hausse de la production nette locale d'électricité à 5,1% au deuxième trimestre et, dans une moindre mesure, de celle des ventes, à 0,7%, après des hausses de 8,2% et 1,5% respectivement un trimestre plus tôt. Au troisième trimestre, la croissance de la valeur ajoutée du secteur devrait se situer à 1,7%, tenant compte en particulier d'une amélioration de 10,4% de la production nette locale et de 9,9% des ventes totales en juillet 2015.

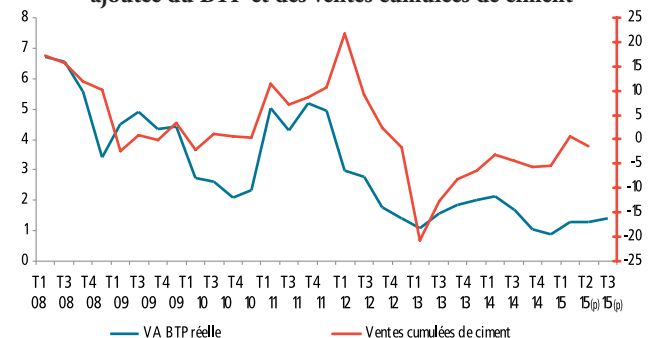
Pour ce qui est du BTP, la croissance de sa valeur ajoutée se serait maintenue à 1,3% au deuxième trimestre et à 1,4% au troisième trimestre 2015. Après une légère hausse de 0,6% au premier trimestre, les ventes de ciments se sont repliées de 3% au deuxième trimestre. Au mois d'août, elles ressortent en hausse de 17,2% avec un cumul en progression de 1,4%. Parallèlement,

Graphique 1.4 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

Graphique 1.5 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP et des ventes cumulées de ciment



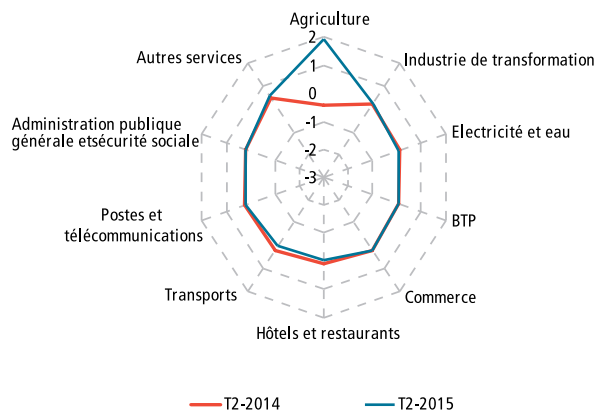
Sources : APC, HCP, calculs et prévisions de BAM.

le recul des crédits accordés aux promoteurs immobiliers s’est poursuivi, avec un taux de 4,9% en juillet après une baisse moyenne de 7,6% au deuxième trimestre.

Au niveau du secteur tertiaire, la branche des postes et télécommunications devrait maintenir un rythme de progression en décélération par rapport à l’année précédente. En effet, après avoir progressé de 4,7% au premier trimestre 2015, la valeur ajoutée du secteur devrait s’améliorer de 4,5% et 4,7% au deuxième et au troisième trimestre, contre 5,7% et 6,3% un an auparavant. Les données disponibles indiquent une hausse de 44,3% du parc des abonnés Internet à fin juin 2015, en ralentissement par rapport à celle de 61,5% enregistrée au terme du premier trimestre. En parallèle, le parc de la téléphonie mobile s’est replié de 0,7% après avoir stagné un trimestre plus tôt tandis que celui de la téléphonie fixe a poursuivi sa diminution avec un taux de 12,4%.

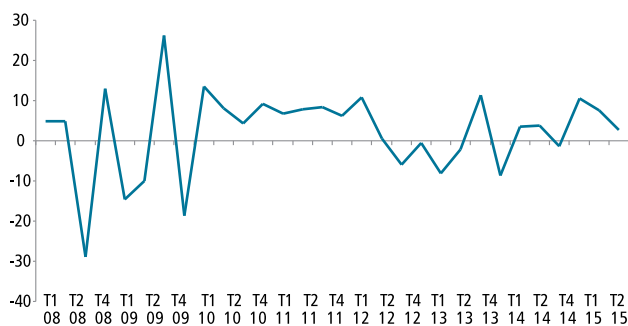
En ce qui concerne l’activité touristique, la valeur ajoutée de la branche hôtels et restaurants devrait reculer de 1,8% au deuxième trimestre, après une régression de 1% un trimestre auparavant. Cette perspective est corroborée par les indicateurs du deuxième trimestre des échanges extérieurs, faisant ressortir une baisse de 8,4% des recettes voyages après une diminution de 5% un trimestre auparavant. A ceci s’ajoute, une accentuation d’un trimestre à l’autre du repli des arrivées aux postes frontières et des nuitées totales, de 0,5% à 4,8% et de 8,5% à 13,4% respectivement selon les données du Ministère du Tourisme. Le même organisme indique, toutefois, des hausses respectives de 14,6% et de 16,3% en juillet 2015 des arrivées et des nuitées avec, en parallèle, une atténuation de la baisse des recettes voyages à 2,5% à fin août contre 3,1% à fin juillet selon l’Office des Changes. Dans ces conditions, le recul de la valeur ajoutée du secteur touristique devrait connaître une certaine atténuation à 1,6% au troisième trimestre.

Graphique 1.6 : Contributions des branches d’activité à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel des recettes MRE, en %



Source : Office des changes.

Pour leur part, les valeurs ajoutées des branches du commerce et du transport, conditionnées par la performance des autres branches, devraient progresser, respectivement, de 2,6% et 0,4% au deuxième trimestre et de 2,9% et 0,7% au troisième trimestre.

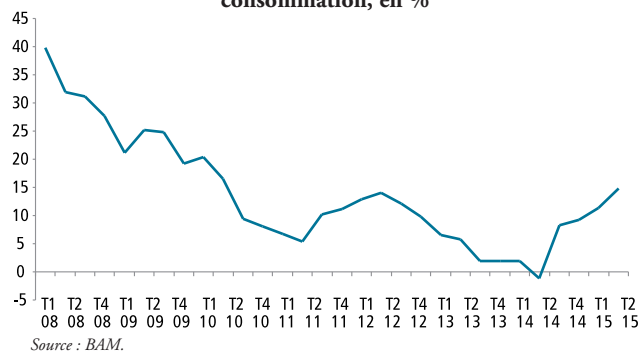
Au total, les prévisions de croissance au titre de 2015 ont été légèrement révisées à la baisse comparativement à celles communiquées dans le dernier rapport sur la politique monétaire. La croissance s'établirait désormais à 4,6% contre une prévision initiale de 4,8% à fin juin 2015. Cette révision s'explique par une ré-estimation à la baisse de la croissance non agricole à 3,3% contre 3,5%. En revanche, la progression de la valeur ajoutée agricole a été légèrement revue à la hausse à 15,2% contre 15%, suite à une réévaluation de la production céréalière à 115 millions de quintaux. Pour 2016, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne agricole normale, la croissance devrait ralentir à 2,4%, avec toutefois une légère accélération de la valeur ajoutée non agricole à 3,5%.

## 1.2 Consommation

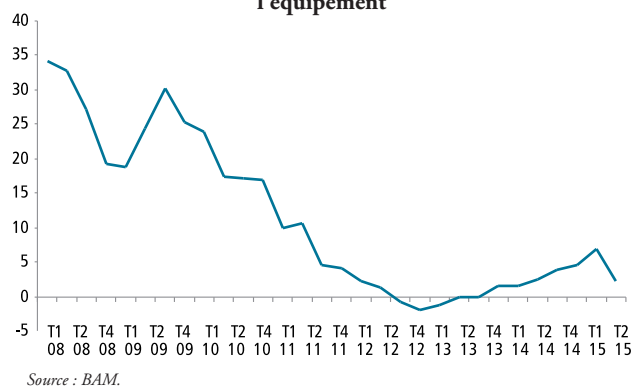
La consommation finale des ménages devrait bénéficier des effets d'entraînement liés à l'amélioration des revenus agricoles, suite à la bonne campagne agricole. En effet, la tendance haussière de l'indice de confiance des ménages entamée au quatrième trimestre 2014 s'est poursuivie au deuxième trimestre.

En outre, la consommation des ménages devrait bénéficier de la hausse quasi-continue depuis juin 2014 des transferts des Marocains résidant à l'étranger. Ces transferts ont totalisé, à fin août, 42,1 milliards de dirhams, en progression de 5,5% d'un an à l'autre. Toutefois, les données monétaires font état d'une hausse de 5,7% à fin juillet des crédits alloués à la consommation, en net ralentissement par rapport à l'accroissement de 14,8% enregistré à fin juin.

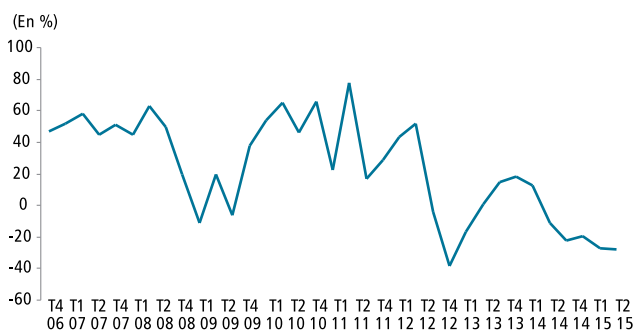
Graphique 1.8 : Évolution en glissement annuel des crédits à la consommation, en %



Graphique 1.9 : Évolution en glissement annuel des crédits à l'équipement



Graphique 1.10 : Évolution du climat général des affaires\*



En outre, la consommation des ménages devrait continuer à être impactée par la faiblesse de la reprise des activités non agricoles, qui se traduit par une création d'emploi limitée.

S'agissant de la consommation publique, la situation des charges et ressources du Trésor à fin juillet 2015 fait ressortir une décélération du rythme de progression des dépenses de fonctionnement, passant en une année de 5% à 0,5%. Cette évolution recouvre une décélération des charges de personnel, passant de 1,3% à 0,8% et une stagnation des dépenses des autres biens et services contre une hausse de 12,8% un an auparavant.

### 1.3 Investissement

Relativement à l'investissement, les indicateurs disponibles font état d'une évolution mitigée au titre de l'année 2015.

Les crédits à l'équipement ont maintenu un rythme de progression proche de 2% en moyenne entre avril et juillet 2015, en décélération par rapport à une évolution autour de 5,6% durant les trois premiers mois de l'année. Ceci s'explique en grande partie par la matérialisation d'un effet de base favorable au cours du premier trimestre qui s'est estompé au cours des quatre derniers mois. Ceci étant, l'investissement devrait bénéficier au cours des prochains trimestres de la baisse observée durant les trois derniers trimestres des taux débiteurs sur les crédits à l'équipement, qui sont revenus de 6,01% au troisième trimestre 2014 à 5,04% au deuxième trimestre 2015.

Par ailleurs, compte non tenu des importations exceptionnelles d'avions pour un montant de 3,6 milliards de dirhams, les importations de biens d'équipement restent en progression, à fin août, de 7,2% ou 3,9 milliards, reflétant notamment l'augmentation de 1,7 milliard des importations au titre des « appareils électriques pour la téléphonie ». En parallèle, le flux des investissements directs étrangers a connu, à fin août, une progression de 22,8% des recettes à 24,2 milliards de dirhams et de 29,5% des dépenses à 5,1 milliards, soit une hausse des flux nets de 21,1%.

Relativement à l'investissement du Trésor, il ressort à fin juillet en décélération, avec une progression de 2% contre 25,3% un an auparavant.

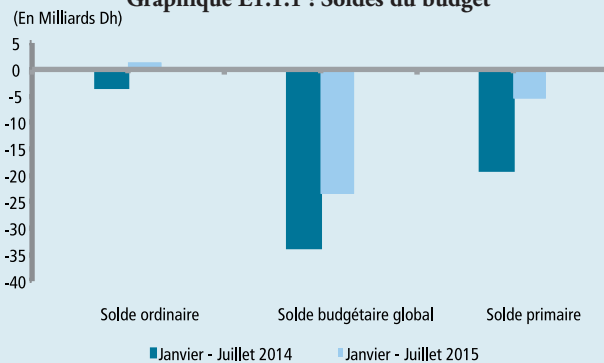
Tenant compte des données disponibles, la contribution à la croissance de l'investissement serait quasi-nulle au titre de l'année 2015 après une participation négative de 1,1 point de pourcentage en 2014. En somme, l'évolution de l'investissement reste pénalisée par un attentisme continu des opérateurs économiques, lié en partie à l'incertitude entourant l'évolution de la demande extérieure.

### Encadré 1.2 : Exécution budgétaire à fin juillet 2015

La situation des charges et ressources du Trésor à fin juillet 2015 fait ressortir un déficit budgétaire, hors privatisation, de 23,6 milliards, en réduction de 10,2 milliards par rapport à la même période de 2014. Cette évolution résulte d'une baisse plus marquée des dépenses par rapport à celle des recettes. En effet, les dépenses globales ont baissé de 4,6% à 164,5 milliards, en liaison principalement avec le repli de plus de moitié de la charge de compensation alors que celles de fonctionnement ont été en légère augmentation. En parallèle, les recettes ordinaires ont diminué de 2,9% à 133,6 milliards, reflétant un recul de 0,5% des recettes fiscales à 118 milliards et de 19,8% à 14,1 milliards de celles non fiscales, en liaison principalement avec la baisse des recettes en dons du CCG qui se sont chiffrés à 944 millions à fin juillet 2015 contre 7,1 milliards un an auparavant. Le solde ordinaire ressort positif à 1,2 milliard, contre un solde négatif de 3,3 milliards à fin juillet 2014. Par ailleurs, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif de 7,2 milliards au lieu de 941 millions un an auparavant, contribuant ainsi à hauteur de 6,3 milliards à la réduction du déficit par rapport à 2014.

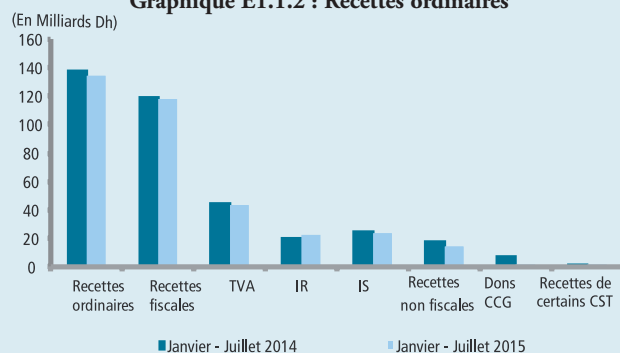
L'évolution des recettes fiscales reflète la progression des impôts directs et des droits de douane alors que les impôts indirects et les droits d'enregistrement et de timbre ont été en baisse. En effet, le produit des impôts directs a augmenté de 1,6% à 46,7 milliards, recouvrant essentiellement l'accroissement de 7,1% des rentrées de l'IR à 21,9 milliards et la régression de 3,3% à 23,7 milliards de celles de l'IS. La diminution de ces dernières s'explique notamment par l'encaissement de recettes exceptionnelles liées à la cession de la Centrale Laitière et d'une partie du capital de Maroc Télécom en 2014. Les recettes des impôts indirects ont été en baisse de 2,2% à 57,3 milliards de dirhams, celles de la TVA ont régressé de 2,3% à 43,4 milliards, recouvrant une quasi-stabilité à 16,7 milliards de la TVA à l'intérieur et une diminution de 3,7% à 26,7 milliards de la TVA sur les importations. La taxe intérieure de consommation a procuré 13,9 milliards, en baisse de 1,7% reflétant les diminutions de toutes les catégories de TIC. Pour leur part, les recettes des droits de douane ont augmenté de 3,9% à 4,5 milliards, alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont baissé de 2,6% à 9,5 milliards, imputable à la réalisation à fin juillet 2014 d'une recette de 1,4 milliard suite à la cession d'une partie du capital de Maroc Télécom. Quant à l'évolution des recettes non fiscales, outre la baisse des dons provenant du CCG, elles incorporent essentiellement une hausse de 15,7% à 5,9 milliards des recettes de monopoles, dont 1,7 milliard proviennent des recettes d'attribution des licences 4G, 1,6 milliard de Maroc Télécom, 1 milliard de l'OCP et 496 millions de Bank Al-Maghrib.

Graphique E1.1.1 : Soldes du budget



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

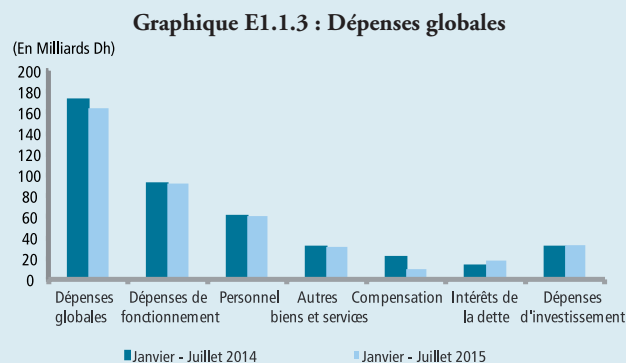
Graphique E1.1.2 : Recettes ordinaires



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

Du côté des dépenses globales, leur diminution recouvre la hausse de 2% des dépenses d'investissement à 32 milliards et la baisse de 6,1% des dépenses ordinaires à 132,4 milliards consécutivement à l'allègement de la charge de compensation de 56,4% à 9,3 milliards. Les dépenses de fonctionnement se sont par ailleurs légèrement alourdies de 0,5% à 92,1 milliards, recouvrant une hausse 0,8% de la masse salariale à 60,4 milliards et une stabilité à 31,7 milliards des charges au titre des autres biens et services. En outre, les charges en intérêts de la dette ont progressé de 22,4% à 18 milliards reflétant l'augmentation de 23,9% à 15,8 milliards des dépenses en intérêts de la dette intérieure et de 12,5% à 2,2 milliards de celles de la dette extérieure. De plus, durant les sept premiers mois de 2015, le Trésor a réduit son stock d'arriérés de paiement d'un montant de 8,4 milliards pour s'établir à près de 5 milliards.

Dans ces conditions, le besoin de financement s'est établi à 32,1 milliards, en aggravation de 1,2 milliard par rapport à fin juillet 2014. Ce déficit de caisse, ainsi que le flux net extérieur négatif de 1,6 milliard de dirhams ont été couverts par le recours au marché intérieur pour un montant de 33,6 milliards, en hausse de 12,2 milliards, dont 28,2 milliards ont été levés par adjudication contre 11,6 milliards un an auparavant.



## 1.4 Comptes extérieurs

Au terme des huit premiers mois de 2015, le déficit commercial s'est allégé de 20,4% par rapport à la même période de 2014, se chiffrant à 104 milliards de dirhams. Cette tendance reflète, aussi bien une baisse de 6,7% des importations à 246,5 milliards de dirhams qu'un accroissement de 6,6% des exportations à 142,5 milliards de dirhams. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré de 7,2 points de pourcentage à 57,8%.

Le recul des importations traduit essentiellement une baisse de 30% des achats d'hydrocarbures, en liaison avec les replis de 46,9% des acquisitions d'huile brute de pétrole, de 29,4% de celles de gasoil et fuel et de 31,9% de gaz de pétrole. De même, la facture alimentaire a diminué de 14,8%, résultat principalement de la contraction de 27,8% des approvisionnements en blé. Les achats de biens de consommation ont, pour leur part, légèrement régressé de 1,2% à 46,4 milliards. Inversement, les

**Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin août**

(En millions de dirhams)	août 2015*		août 2014		Variation août 2014/2013		Variation août 2015/2014	
	Montant	%	Montant	%	Montant	%	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>142 450</b>	<b>133 620</b>	<b>10 648</b>	<b>8,7</b>	<b>8 830</b>	<b>6,6</b>		
Phosphates et dérivés	30 110	25 431	-1 532	-5,7	4 679	18,4		
Agriculture et Agro-alimentaire	28 499	25 488	1 977	8,4	3 011	11,8		
Automobile	30 523	26 551	7 076	36,3	3 972	15,0		
Electronique	5 199	5 274	755	16,7	-75	-1,4		
Aéronautique	4 608	4 661	-139	-2,9	-53	-1,1		
Textile et cuir	22 357	22 747	1 007	4,6	-390	-1,7		
<b>Importations globales</b>	<b>246 485</b>	<b>264 324</b>	<b>6 061</b>	<b>2,3</b>	<b>-17 839</b>	<b>-6,7</b>		
Produits énergétiques	46 097	65 814	-1 146	-1,7	-19 717	-30,0		
Importations hors énergie	200 388	198 510	7 207	3,8	1 878	0,9		
Produits alimentaires	25 111	29 487	4 164	16,4	-4 376	-14,8		
Biens de consommation	46 350	46 912	3 527	8,1	-562	-1,2		
Produits bruts	14 339	13 604	1 220	9,9	735	5,4		
Demi-produits	57 170	54 853	392	0,7	2 317	4,2		
Biens d'équipement	57 364	53 493	-2 233	-4,0	3 871	7,2		
<b>Déficit commercial</b>	<b>104 035</b>	<b>130 704</b>	<b>-4 587</b>	<b>-3,4</b>	<b>-26 669</b>	<b>-20,4</b>		

\* Données préliminaires.

Source : OC.

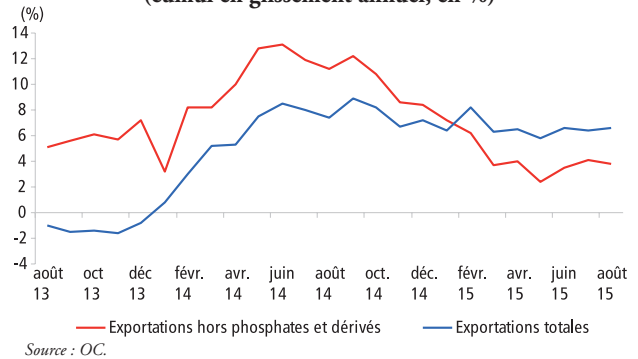
importations de biens d'équipement ont enregistré une augmentation de 7,2% à 57,4 milliards de dirhams, reflétant principalement un accroissement des acquisitions d'avions et d'appareils électriques. S'agissant des autres groupes d'utilisation, les achats de demi-produits ont progressé de 4,2% à 57,2 milliards de dirhams et les achats de produits bruts ont augmenté de 5,4% à 14,3 milliards.

L'accroissement des exportations reflète la poursuite de la bonne performance à l'export des secteurs des phosphates et dérivés, de l'automobile et de l'agro-industrie. En effet, les livraisons de l'OCP ont progressé de 18,4% à 30,1 milliards de dirhams. De même, les ventes du secteur automobile ont augmenté de 15%, en liaison principalement avec l'accroissement de 19,1% des exportations de la construction automobile. Quant aux expéditions du secteur agricole et agro-alimentaire, elles se sont accrues de 11,8%, reflétant, en particulier, une augmentation de 16,1% des ventes de l'industrie alimentaire. En revanche, les ventes du secteur du textile et cuir continuent d'afficher une contre-performance pour le quatrième mois consécutif, accusant une baisse de 1,7% à fin août 2015. Ce recul est lié essentiellement à la baisse de 5,5% des ventes d'articles de bonneterie, alors que celles de vêtements confectionnés se sont quasiment stabilisées. Pour les autres secteurs, les expéditions de l'aéronautique et de l'électronique ont enregistré des reculs respectifs de 1,1% à 4,6 milliards et de 1,4% à 5,2 milliards de dirhams.

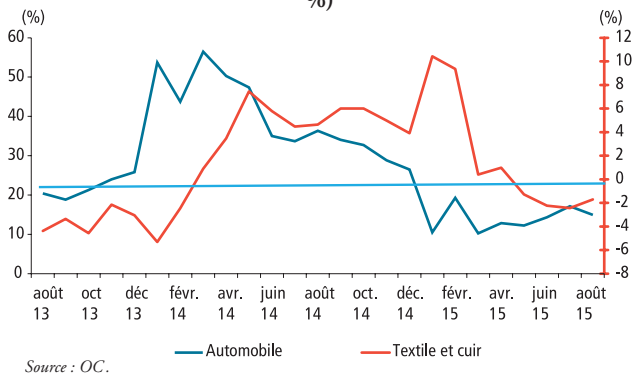
Concernant les autres rubriques du compte courant, les transferts des MRE ont augmenté de 5,5%, après une légère hausse de 0,9% enregistrée en août 2014 et malgré un rebond de 16,1% en juillet, les recettes voyages restent en baisse de 2,5% à fin août.

Tenant compte de ces évolutions, le déficit du compte courant à fin 2015 devrait se situer à 2,8% du PIB, au lieu de 3,5% prévu à fin juin 2015. Cette nouvelle projection traduit la révision à la baisse de l'hypothèse retenue pour le prix du baril, de 65 \$ à 57,5\$ et des dons en provenance des pays du CCG à 6 milliards au lieu de 13 milliards de dirhams.

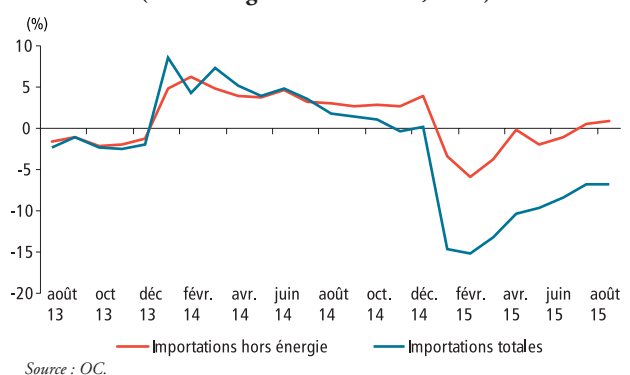
**Graphique 1.11 : Evolution des exportations, (cumul en glissement annuel, en %)**



**Graphique 1.12 : Evolution des exportations des secteurs automobile et textile et cuir (cumul en glissement annuel, en %)**



**Graphique 1.13 : Evolution des importations, (cumul en glissement annuel, en %)**

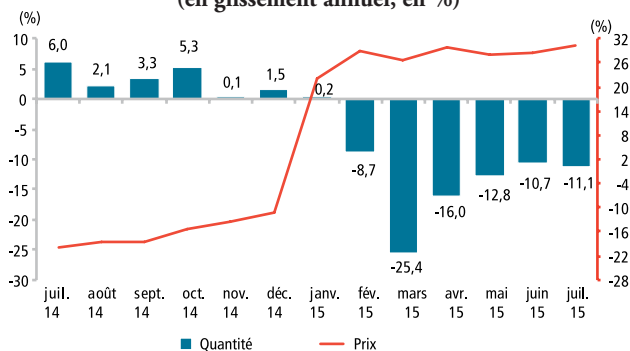




Pour ce qui est du compte financier, le flux net des IDE s'est établi à 19,1 milliards, en hausse de 21,1% par rapport à fin août 2014, suite à la progression de 4,5 milliards de dirhams des entrées de flux d'investissements, plus importante que celle de 1,2 milliard des sorties de même nature.

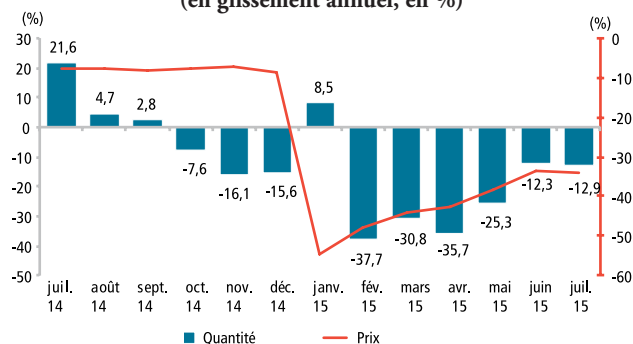
Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales s'est amélioré, en glissement annuel de 19,7% à fin août 2015, pour s'établir à 210,2 milliards de dirhams. Tenant compte de l'évolution prévue du compte courant et du compte capital, il devrait s'améliorer davantage en 2015 pour atteindre l'équivalent de 6 mois et demi d'importations de biens et services à la fin de l'année.

**Graphique 1.14 : Evolution des exportations de phosphates, (en glissement annuel, en %)**



Source : OC.

**Graphique 1.15 : Evolution des importations du pétrole brut, (en glissement annuel, en %)**



Source : OC.

## 2. PRESSIONS SUR LES CAPACITÉS DE PRODUCTION ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au cours des deuxième et troisième trimestres 2015, le niveau des activités non agricoles devrait continuer à évoluer, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, en dessous de son potentiel. En effet, les résultats de l'enquête indiquent une baisse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie de deux points de pourcentage, en juillet par rapport à juin, pour s'établir à 73%. En outre, la situation sur le marché de travail reste caractérisée au deuxième trimestre par un repli du taux d'activité de 0,9 point de pourcentage à 48% et une création limitée de 38.000 postes d'emplois après 39.000 postes un an auparavant. Dans ces conditions, le taux de chômage a reculé de 0,6 point de pourcentage, revenant à 8,7% contre de 9,3% un an auparavant. Concernant les coûts de travail, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a progressé, en glissement annuel, de 5,8% en termes nominaux au deuxième trimestre et de 3,7% en termes réels.

Globalement, l'analyse des différents indicateurs fait ressortir l'absence de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres, traduisant la persistance d'une marge de capacités excédentaires au sein de l'économie.

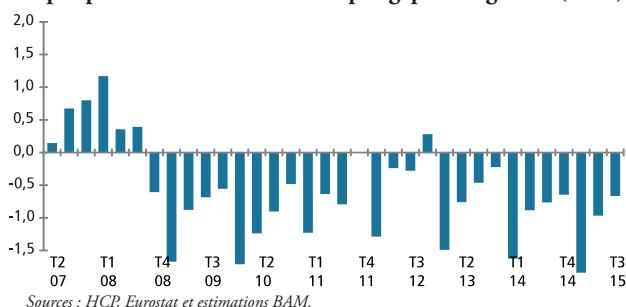
### 2.1 Tensions sur les capacités de production

Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap aurait continué d'afficher des valeurs négatives au cours des deuxième et troisième trimestres 2015 (Graphique 2.1), laissant conclure la poursuite de la modération des pressions inflationnistes émanant de la demande.

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC), tel qu'il ressort des données de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie, a diminué, entre juin et juillet, de deux points de pourcentage à 73% (Graphique 2.2). Cette évolution a concerné l'ensemble des branches, et plus particulièrement celle de la chimie et parachimie, reflétant la chute du TUC dans l'activité de raffinage.

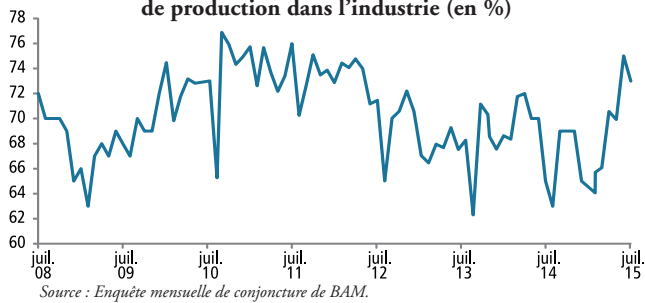
Parallèlement, selon la même enquête, les coûts unitaires de production auraient globalement progressé au cours du deuxième trimestre 2015, recouvrant une baisse dans les industries mécaniques et métallurgiques et une augmentation dans les autres branches (Graphique 2.3). Par composante, cette évolution concerne aussi bien les coûts des matières premières que ceux financiers et salariaux.

Graphique 2.1 : Evolution de l'output gap non agricole (en %)



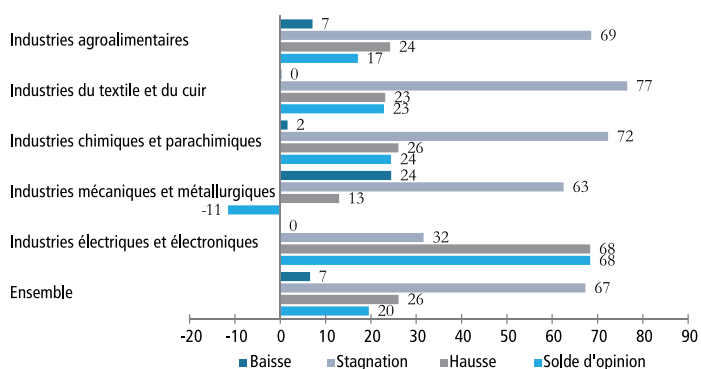
Sources : HCP, Eurostat et estimations BAM.

Graphique 2.2 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Graphique 2.3 : Evolution du coût unitaire de production (en %)



\* Solde d'opinion : Différence entre les pourcentages des entreprises qui déclarent une hausse et celles qui indiquent une baisse.

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Au cours du même trimestre, l'indice de la productivité apparente du travail des activités non agricoles a connu un ralentissement de son rythme de croissance, en glissement annuel, de 1,8% à 0,7% (Graphique 2.4). Cette évolution est le résultat d'une décélération de 2,5% à 2,2% du taux de progression de la valeur ajoutée non agricole et d'une accélération de 0,7% à 1,5% de celui de l'emploi non agricole.

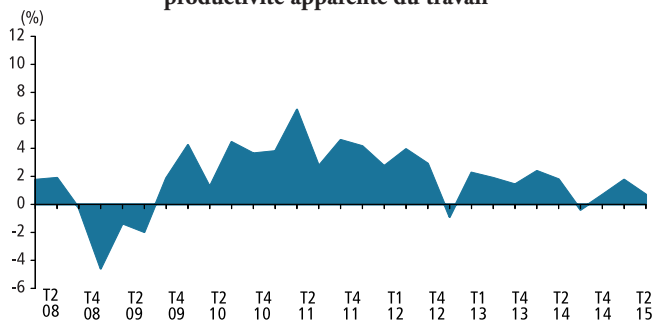
## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du deuxième trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus a accusé une baisse de 0,3% qui a concerné exclusivement le milieu rural avec un recul de 0,9%, celle dans les zones urbaines s'étant accrue de 0,3%. Tenant compte de l'évolution démographique, le taux d'activité a poursuivi sa régression avec un rythme plus accentué, pour se situer à 48% contre 48,9% une année auparavant.

Les créations d'emplois se sont élevées à 38.000 postes, recouvrant une création de 72.000 postes en milieu urbain et une perte de 34.000 en zones rurales (Graphique 2.5). Par secteur, après une création limitée de 4.000 postes un trimestre auparavant, les services ressortent à nouveau le premier pourvoyeur d'emplois avec une création de 66.000 postes, suivis par le BTP avec 16.000 postes, après deux trimestres d'essoufflement, et l'industrie y compris l'artisanat avec 14.000 postes, dont environ 12.000 en milieu rural. A l'inverse, l'agriculture, forêt et pêche a accusé une perte de 58.000 postes, en dépit d'une production céréalière record de 115 millions de quintaux.

La population active occupée a ainsi marqué une hausse de 0,3%, résultat d'un accroissement de 1,3% en milieu urbain et d'un recul de 0,6% en zones rurales. Le taux d'emploi a poursuivi ainsi sa tendance baissière, revenant de 44,4% à 43,9% au niveau national, de 36,8% à 36,6% en milieu urbain et de 56,1% à 55,3% en zones rurales (Tableau 2.1).

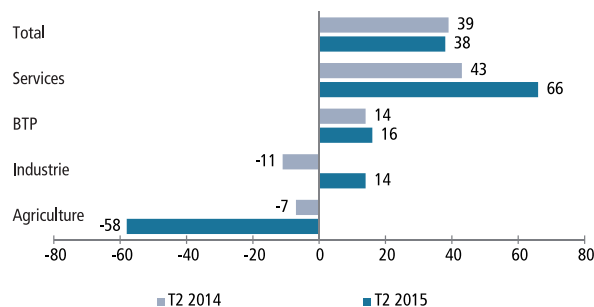
Graphique 2.4 : Variation en glissement annuel de la productivité apparente du travail\*



(\*) Valeur ajoutée non agricole/emploi non agricole.

Sources : HCP et estimations BAM.

Graphique 2.5 : Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité (en milliers)



Source : HCP

Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage

En milliers/en %	T2- 2014			T2- 2015		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(1)</sup>	6.407	5.598	12.005	6.425	5.545	11.970
Taux d'activité (en%) <sup>(2)</sup>	42,9	58,2	48,9	42,2	57,2	48,0
Population active occupée	5.495	5.396	10.891	5.567	5.362	10.929
Taux d'emploi (en%) <sup>(3)</sup>	36,8	56,1	44,4	36,6	55,3	43,9
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	912	202	1.114	858	183	1.041
Taux de chômage (en%) <sup>(4)</sup>	14,2	3,6	9,3	13,4	3,3	8,7
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	36,4	8,3	19,2	38,6	8,5	20,5
. 25 - 34 ans	20,2	4,0	13,4	18,5	3,4	11,9
. 35 - 44 ans	8,2	1,7	5,6	7,3	1,8	5,1
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,7	2,0	4,1	6,6	1,9	3,6
. Ayant un diplôme	19,0	9,9	16,9	18,1	8,9	16,0

(1) Population âgée de 15 ans et plus.

(2) Population active âgée de 15 et plus / Population totale âgée de 15 et plus

(3) Population active occupée âgée de 15 et plus / population totale âgée de 15 ans et plus

(4) Population active en chômage âgée de 15 et plus / Population active âgée de 15 ans et plus

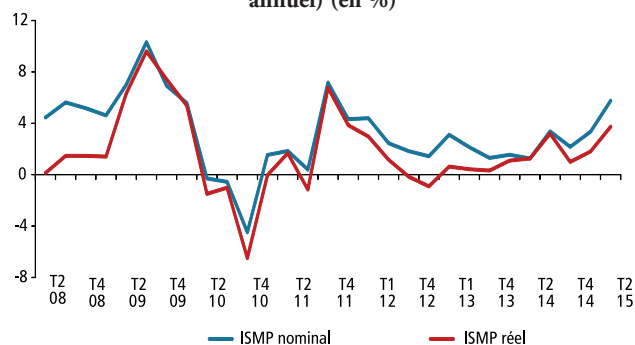
Source : HCP

Dans ces conditions, le taux de chômage a reculé à 8,7% contre 9,3% un an auparavant. Cette évolution a concerné aussi bien le milieu urbain que rural avec des replis respectifs de 0,8 point à 13,4% et de 0,3 point à 3,3%. La diminution du chômage a concerné toutes les tranches d'âge à l'exception des jeunes de 15 à 24 ans dont le taux s'est aggravé de 19,2% à 20,5% au niveau national et de 36,4% à 38,6% en milieu urbain. (Tableau 2.1).

S'agissant des coûts salariaux, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a augmenté, en glissement annuel, de 5,8% en termes nominaux et de 3,7% en termes réels au deuxième trimestre (Graphique 2.6).

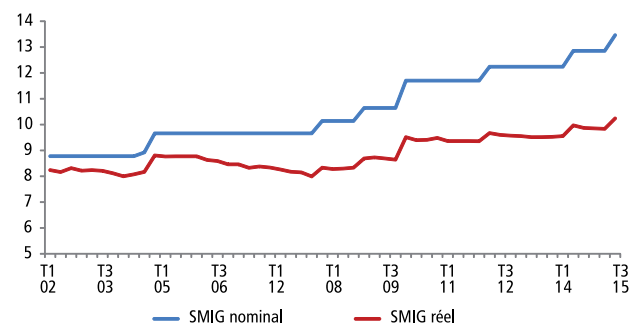
Pour sa part, le SMIG horaire a marqué une hausse, en glissement annuel, de 3% en termes réels. Sa revalorisation de 5% en termes nominaux, début juillet 2015 à 13,46 dhs/h, devrait se traduire par son accroissement de 2,7% en termes réels au troisième trimestre 2015 après 4,8% un an auparavant (Graphique 2.7).

**Graphique 2.6 : Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels (en glissement annuel) (en %)**



Sources : CNSS et calculs BAM.

**Graphique 2.7 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (DH/H)**



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

### 3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Les dernières données relatives à la conjoncture internationale indiquent la poursuite d'une reprise modérée au niveau des principaux pays avancés et une décélération globalement de l'activité dans les économies émergentes avec des évolutions contrastées d'un pays à l'autre. Ainsi, l'activité économique a poursuivi sa reprise dans la zone euro avec une baisse du taux de chômage à son plus bas niveau depuis mars 2012. Aux Etats-Unis, la croissance a connu une décélération, accompagnée toutefois d'une baisse du taux de chômage. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée en Chine et a marqué une nette progression en Inde, alors qu'au Brésil et en Russie, le repli du PIB s'est accentué. Sur les marchés financiers, dans un contexte marqué notamment par l'amplification des inquiétudes concernant l'économie chinoise, les indices boursiers aussi bien dans les économies avancées qu'émergentes ont été en baisse. La Banque centrale de Chine a, d'ailleurs adopté un ensemble de mesures, dont une nouvelle réduction de son taux directeur, afin de soutenir l'activité économique. Le yuan chinois s'est déprécié par rapport au dollar, atteignant son plus bas niveau depuis 4 ans, suite à sa dévaluation à trois reprises. Sur les marchés internationaux des matières premières, les cours se sont globalement orientés à la baisse, avec un net reflux du prix du Brent. Dans ces conditions, l'inflation a augmenté aux Etats-Unis en juillet et s'est stabilisé dans la zone euro en août. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer la poursuite d'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

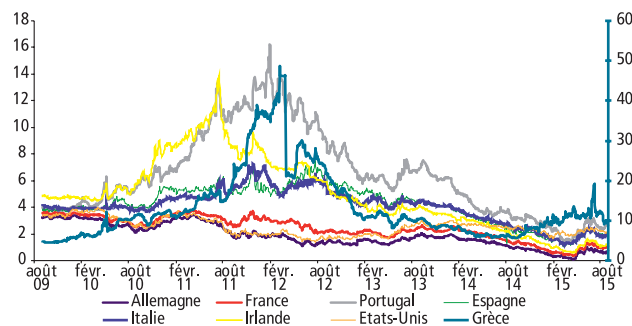
#### 3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

##### 3.1.1 Conditions financières

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées et émergentes ont enregistré des baisses sensibles. Entre juillet et août, l'EUROSTOXX50 a reculé de 2,8%, le DAX 30 de 4,2%, le FTSE 100 de 3% et le CAC 40 de 1,4%. De même, le Dow Jones et le NIKKEI 225 ont marqué un repli de 4,1% et 2,3% respectivement. En termes de volatilité, le VSTOXX a augmenté de 23,6 points de base à 25,1 et le VIX de 14,5 points à 19,4. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est contracté de 8,8%, traduisant la poursuite de la chute de 8,4% de l'indice de la Chine et des diminutions de 10,3% pour la Turquie et 3,5% pour l'Inde.

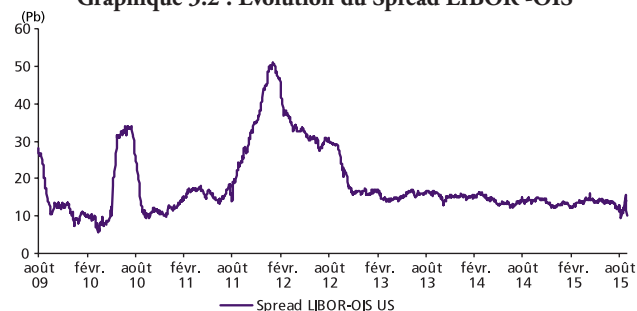
S'agissant des marchés obligataires, les taux ont poursuivi leur baisse dans les pays avancés. Le taux de rendement à 10 ans est revenu, entre juillet et août, de 0,7% à 0,6% pour l'Allemagne, de 1,1% à 1% pour la France et de 2,1% à 2% pour l'Espagne, de 2% à 1,8% pour l'Italie et de 13,6% à 10,3% pour la Grèce. Suivant la même tendance, le taux des Bons du Trésor américain de même maturité s'est établi à 2,2% en août au lieu de 2,3% le mois précédent.

Graphique 3.1 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis (%)

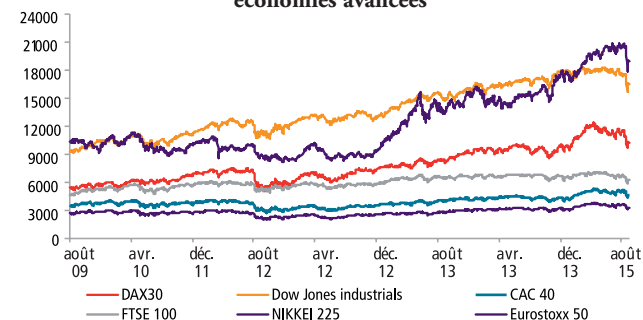


Source : Datastream.

Graphique 3.2 : Evolution du Spread LIBOR -OIS



Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream.

S'agissant des principales économies émergentes, les taux de rendement à 10 ans ont enregistré des évolutions divergentes. Le taux s'est stabilisé à 3,5% pour la Chine et à 7,8% pour l'Inde, et a augmenté de 12,8% à 13,7% pour le Brésil et de 9,3% à 9,8% pour la Turquie.

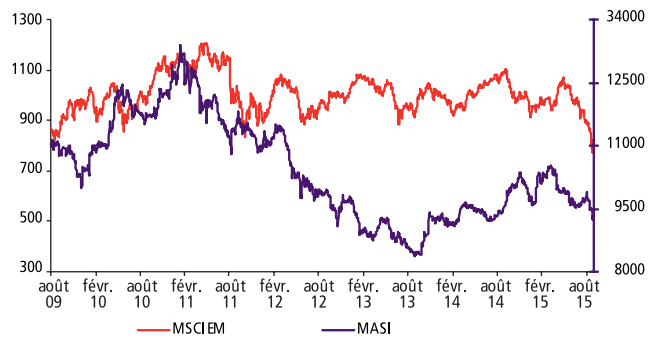
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est établi à -0,03% en août contre -0,02% un mois auparavant, alors que le Libor de même maturité a progressé de 0,29% à 0,32%. Pour sa part, le spread Libor-OIS dollar est passé de 12,9 points de base à 11,9 points. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel s'est stabilisé aux Etats-Unis à 7,3% en août, tandis que dans la zone euro, il a enregistré un accroissement de 0,9% en juillet après 0,6% un mois auparavant.

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié face aux principales devises, avec une hausse de 1,2% par rapport au dollar, de 1,1% vis-à-vis de la livre sterling et de 0,9% contre le yen japonais. Pour ce qui est de l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est déprécié de 8,9%, la roupie indienne de 2,4% et la lire turque de 5,8%. Pour sa part, le yuan chinois a perdu 2,1% et s'est établi, le 12 août, à 6,4 yuans pour un dollar, son plus bas niveau depuis 2011.

Dans ce contexte, les Banques centrales des principaux pays avancés ont maintenu stables leurs taux directeur. La FED a gardé, le 17 septembre, son taux dans une fourchette allant de 0% à 0,25%, tout en réaffirmant qu'elle demeure appropriée pour soutenir le progrès continu vers les objectifs d'emploi maximum et d'inflation à 2%. La BCE a de son côté maintenu, le 03 septembre, son taux directeur inchangé à 0,05%. La Banque d'Angleterre a également gardé son taux inchangé à 0,5% en date du 10 septembre.

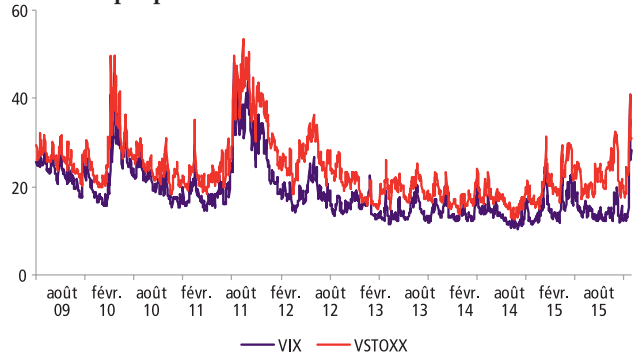
S'agissant des pays émergents, la Banque centrale de Chine a réduit, le 25 août, son taux directeur de 25 points de base à 4,6%,

Graphique 3.4 : Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI



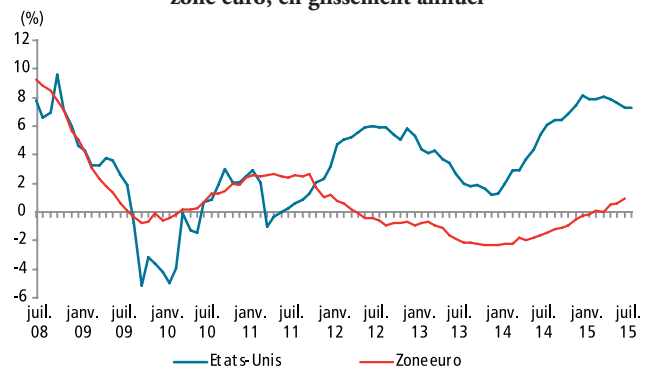
Source : Datastream.

Graphique 3.5 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Datastream.

Graphique 3.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro, en glissement annuel



Source : Datastream.

soit la cinquième baisse depuis novembre 2014. Elle a également procédé à trois reprises, entre le 11 et le 13 août, à une dévaluation du yuan par rapport au dollar. La Banque centrale de Russie a décidé lors de sa réunion du 11 septembre de maintenir son taux directeur inchangé à 10%. De son côté, la Banque centrale du Brésil a maintenu, le 02 septembre, son taux à 14,25%. Pour sa part, la Banque centrale de l'Inde a décidé, le 4 août, de garder son taux directeur à 7,25% et a indiqué qu'il serait prudent de maintenir le statu quo dans la conjoncture actuelle, tout en maintenant l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Tableau 3.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel

	2013		2014				2015	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Etats-Unis	1,5	2,5	1,7	2,6	2,9	2,5	2,9	2,7
Zone euro	-0,1	0,6	1,1	0,7	0,8	0,9	1,2	1,5
France	0,8	1,0	0,7	-0,2	0,2	0,1	0,9	1,0
Allemagne	0,5	1,3	2,3	1,4	1,2	1,5	1,1	1,6
Italie	-1,4	-0,9	-0,2	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	0,7
Espagne	-1,0	0,0	0,6	1,2	1,6	2,0	2,7	3,1
Royaume-Uni	1,6	2,4	2,7	3,0	3,0	3,4	2,9	2,6
Japon	2,4	2,3	2,1	-0,5	-1,4	-0,8	-0,8	0,9
Chine	7,9	7,6	7,3	7,4	7,2	7,2	7,0	7,0
Inde	7,5	6,6	5,3	7,4	8,4	6,8	6,1	7,1
Brésil	2,4	2,1	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	-1,6	-2,6
Turquie	4,4	4,7	4,5	2,2	2,3	2,6	2,6	4,2
Russie	1,3	2,1	0,6	0,7	0,9	0,4	-2,2	-4,6

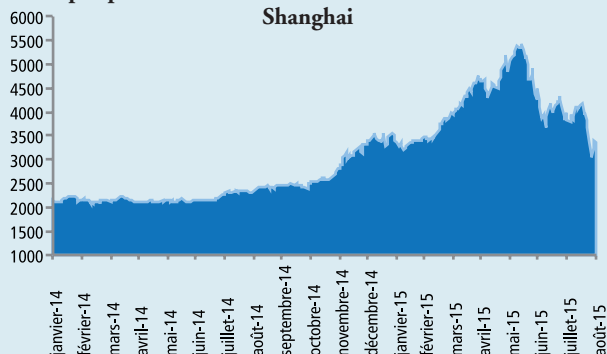
Source : Datastream.

### Encadré 3.1: Evolution récente de la bourse de Shanghai

Après une performance de 53% en 2014 et une hausse de 42% durant les 5 premiers mois de l'année 2015, l'indice boursier de Shanghai s'est inscrit dans un mouvement baissier accusant un repli de 37,9% entre le 12 juin et le 31 août. Le 24 août, en particulier, il a accusé une baisse journalière de 8,5%, après la publication du PMI<sup>1</sup> manufacturier provisoire du mois d'août, qui s'est établi à 47,1, son plus bas niveau depuis 2009.

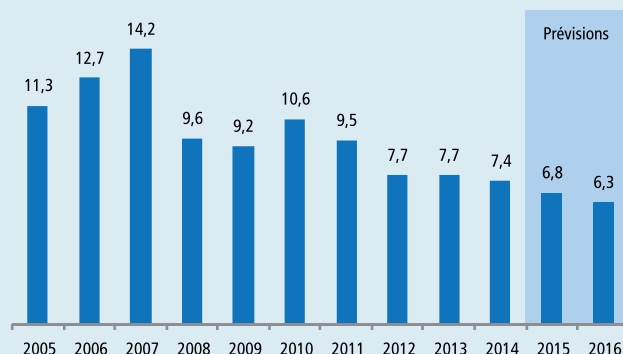
Cette dégradation serait liée aux inquiétudes entourant les perspectives de croissance de l'économie de la Chine. En effet, après un taux de 7,4% en 2014, la croissance devrait, selon le FMI, ralentir à 6,8% en 2015 et à 6,3% en 2016. Les économistes du Fonds expliquent cette décélération par le ralentissement de l'investissement dans le cadre de la transition vers un modèle de croissance plus équilibré. En outre, les hausses excessives de l'indice de Shanghai entre novembre 2014 et juin 2015 ne reflétaient pas les fondamentaux de l'économie, mais seraient plutôt liées aux mesures prises par le Gouvernement pour rediriger l'épargne des ménages du marché immobilier vers le marché financier, et ce en autorisant l'accès au marché à d'autres acteurs et en levant certaines restrictions à l'investissement en bourse.

Graphique E3.1.1 : Evolution de l'indice de la bourse de Shanghai



Source : Datastream.

Graphique E3.1.2 : Croissance économique de la Chine (%)



Sources : Datastream et prévisions du FMI.

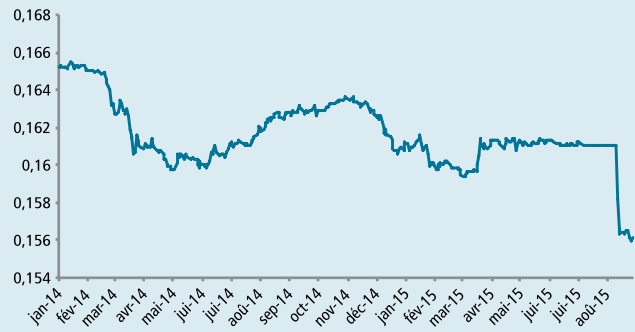
<sup>1</sup> L'indice des directeurs d'achat (PMI) est calculé à partir d'enquêtes mensuelles menées par Markit Economics auprès des directeurs d'achats d'entreprises du secteur manufacturier et des services. Depuis mars 2015, cet indice évolue en dessous de la barre des 50 points, qui est l'équivalent d'une progression mensuelle nulle.

Les dernières baisses de l'indice de la bourse de Shanghai ont impacté les marchés dans plusieurs pays en ravivant les craintes des investisseurs quant à un affaiblissement de la demande chinoise et ses conséquences sur la croissance de leur pays et sur les cours des matières premières, notamment le pétrole. Sur les marchés des pays asiatiques, les baisses, au cours du mois d'août, ont été de 8,2% au Japon, de 5,7% en Taïwan et 6,4% en Malaisie. Pour ce qui est des marchés des pays avancés, l'indice NASDAQ s'est déprécié de 6,9%, le CAC 40 de 8,5% et le FTSE 100 de 6,7%.

Dans ce contexte, la Banque Centrale de Chine a pris plusieurs décisions dans le but de relancer l'offre de crédit notamment celui destiné à financer la consommation. Elle a abaissé son taux directeur le 27 août, pour la quatrième fois cette année, de 25 points de base le ramenant à 4,60%. Elle a également réduit son ratio de la réserve obligatoire de 0,5 point de base pour les banques conventionnelles, d'un point pour les banques et les coopératives de crédit rurales, pour soutenir le secteur agricole, et de 3,5 points pour les entreprises de crédit-bail et les sociétés de financement automobile afin de relancer la consommation.

Au plan de la politique de change, la Banque Centrale de Chine avait décidé le 11 août de dévaluer la monnaie nationale en ajustant la méthode de calcul de la valeur de référence du Yuan contre le dollar américain. Cette nouvelle approche, qui s'inscrit dans la cadre du passage progressif à une économie de marché, prend en considération l'offre et la demande du Yuan sur le marché des changes et l'évolution d'autres devises. La Banque avait expliqué cette mesure par le niveau élevé du Yuan, qui résulte de l'excédent important de la balance commerciale du Pays.

Graphique E3.1.3 : Evolution de la valeur du Yuan contre le dollar américain

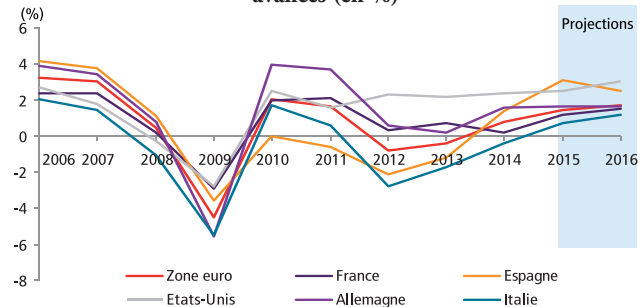


Sources : Datastream et prévisions du FMI.

Au cours du deuxième trimestre 2015, la conjoncture économique a été marquée par une légère décélération en glissement annuel de la croissance aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, une amélioration dans les pays de la zone euro, ainsi que par une décélération dans les pays émergents.

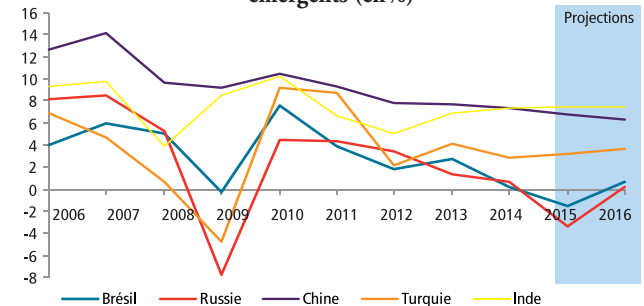
Dans la zone euro, la croissance continue sa reprise modérée, s'établissant à 1,5% au lieu de 1,2% un trimestre auparavant. Elle s'est accélérée de 2,7% à 3,1% en Espagne, de 1,1% à 1,6% en Allemagne et de 0,1% à 0,7% en Italie, alors qu'elle a légèrement augmenté en France, s'établissant à 1% au lieu de 0,9%. Aux Etats-Unis, elle s'est établie à 2,7% au lieu de 2,9% en glissement annuel, pénalisée par la forte décélération de l'investissement privé. De même, elle est revenue de 2,9% à 2,6% au Royaume-Uni, suite au ralentissement des activités de construction et des services. Quant au Japon, son PIB a augmenté de 0,9% en glissement

Graphique 3.7 : Evolution de la croissance dans les pays avancés (en %)



Source : FMI (Prévisions de juillet 2015)

Graphique 3.8 : Evolution de la croissance dans les pays émergents (en%)



Source : FMI (Prévisions de juillet 2015)



annuel après quatre trimestres de contractions successives, alors qu'il ressort en nette baisse de 0,3% d'un trimestre à l'autre.

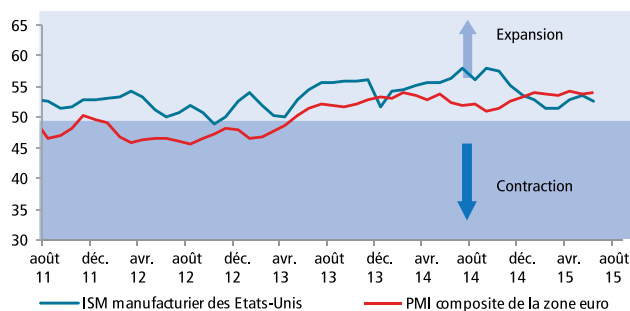
Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée à 7% en Chine au deuxième trimestre, alors qu'elle a augmenté de 6,1% à 7,1% en Inde. Au Brésil et en Russie, la contraction du PIB s'est accentuée, s'établissant respectivement à -2,6% et -4,6% après -1,6% et -2,2% un trimestre auparavant. S'agissant de la Turquie, les données indiquent une amélioration du rythme d'accroissement annuel du PIB à 4,2% au deuxième trimestre au lieu de 2,6% au premier trimestre.

S'agissant des indicateurs de haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro s'est inscrit en nette hausse de 53,9 points en juillet à 54,1 en août. En revanche, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a baissé de 52,7 à 51,1 points.

En termes de perspectives, le FMI a abaissé en juillet de 0,2 point sa prévision de croissance mondiale pour 2015, pour la ramener à 3,3%, alors que pour 2016, la projection a été maintenue à 3,8%. La croissance des pays avancés devrait s'établir à 2,1% en 2015 et à 2,4% en 2016 au lieu de 2,4% dans l'édition d'avril. Ainsi, l'augmentation du PIB se situerait, en 2015 et 2016, à respectivement 2,5% et 3% aux Etats-Unis, à 0,8% et 1,2% au Japon, tandis que la croissance devrait se situer à 1,5% et 1,7% dans la zone euro. Pour cette dernière, la BCE a publié, le 3 septembre, ses projections de croissance qui s'établiraient à 1,4% en 2015, 1,7% en 2016 et 1,8% en 2017.

Dans les économies émergentes et en développement, le PIB augmenterait de 4,2% en 2015 et de 4,7% en 2016, soit une croissance quasiment inchangée par rapport à l'édition d'avril. En 2015 et 2016, le taux de croissance s'établirait à 6,8% puis à 6,3% en Chine, il se stabiliserait à 7,5% en Inde, tandis qu'en Russie, il devrait se contracter de 3,4% avant de croître de 0,2%.

Graphique 3.9: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Datastream

Tableau 3.2 : Perspectives mondiales de la croissance

	Projections (en %)					
	Commission européenne		FMI		OCDE	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
PIB mondial	3,5	3,9	3,3	3,8	3,0	3,6
Etats-Unis	3,1	3	2,5	3,0	2,4	2,6
Zone euro	1,5	1,9	1,5	1,7	1,6	1,9
Allemagne	1,9	2	1,6	1,7	1,6	2,0
France	1,1	1,7	1,2	1,5	1,0	1,4
Italie	0,6	1,4	0,7	1,2	0,7	1,3
Espagne	2,8	2,6	3,1	2,5	ND	ND
Royaume Uni	2,6	2,4	2,4	2,2	2,4	2,3
Japon	1,1	1,4	0,8	1,2	0,6	1,2
Chine	7	6,8	6,8	6,3	6,7	6,5
Inde	7,6	7,9	7,5	7,5	7,2	7,3
Brésil	-0,9	1,3	-1,5	0,7	-2,8	-0,7
Turquie	3,2	3,7	3,1	3,6	ND	ND
Russie	-3,5	0,2	-3,4	0,2	ND	ND

Sources : Commission Européenne (mai 2015), FMI (juillet 2015), OCDE (septembre 2015).

Les perspectives de croissance restent entourées des risques, en particulier les tensions sur les marchés financiers, le recul de la croissance potentielle, la diminution des prix des produits de base et la poursuite de l'appréciation du dollar.

### 3.1.3 Marché de l'emploi

En août 2015, le taux de chômage aux Etats-Unis a diminué à 5,1% contre 5,3% le mois précédent, soit son plus bas niveau depuis avril 2008. Dans la zone euro, les données pour le mois de juillet indiquent un recul du taux de chômage de 11,1% à 10,9% soit son plus bas niveau depuis mars 2012. Au niveau des pays partenaires, le taux de chômage a augmenté à 10,4% après 10,3% en juin en France, et est demeuré inchangé

à 4,7% en Allemagne. En revanche, il a diminué de 12,5% à 12% en Italie et de 22,4% à 22,2% en Espagne. Concernant le Royaume-Uni, les données disponibles pour le mois de mai font ressortir un taux de chômage stable à 5,6% par rapport au mois précédent.

Concernant les prévisions à court terme pour les pays avancés, les projections du mois de mai de la Commission européenne, demeurent globalement en ligne avec celles de FMI d'avril. Elle table ainsi sur un taux de chômage de 5,4% en 2015 et 5% en 2016 aux Etats-Unis et sur un taux de 11% et 10,5% dans la zone euro. Dans les pays partenaires, le taux de chômage devrait baisser en 2015 et 2016, respectivement à 10,3% et 10% en France, à 4,6% et 4,4% en Allemagne, à 22,4% et 20,5% en Espagne et se stabiliserait à 12,4% en Italie.

## 3.2 Prix des matières premières et inflation

Durant les trois derniers mois, les cours des matières premières se sont globalement inscrits en baisse en glissement annuel. Pour ce qui est de l'inflation, elle a augmenté aux Etats-Unis en juillet, alors que la première estimation d'août indique sa stabilisation dans la zone euro.

**Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires**

	2013	2014	mai 2015	juin 2015	juillet 2015	août 2015
Etats-Unis	7,4	6,2	5,4	5,3	5,3	5,1
Zone euro	12,0	11,6	11,1	11,1	10,9	ND
France	10,3	10,3	10,3	10,3	10,4	ND
Italie	12,1	12,7	12,4	12,5	12,0	ND
Allemagne	5,2	5,0	4,7	4,7	4,7	ND
Espagne	26,1	24,5	22,5	22,4	22,2	ND
Royaume-Uni	7,6	6,1	5,6	ND	ND	ND

Source : Eurostat.

**Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars**



Source : Datastream.

### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Le cours du Brent a accusé une baisse mensuelle de 16,4% en août, s'établissant en moyenne à 47,5 dollars le baril, contre 56,8 dollars le mois précédent. Cette évolution s'explique notamment par la surabondance de l'offre et la décélération de l'activité économique dans les principaux pays émergents, notamment la Chine, deuxième plus grand consommateur de pétrole. En glissement annuel, le prix du Brent a chuté de 53,6%, revenant de 102,4 dollars le baril à 47,5 dollars.

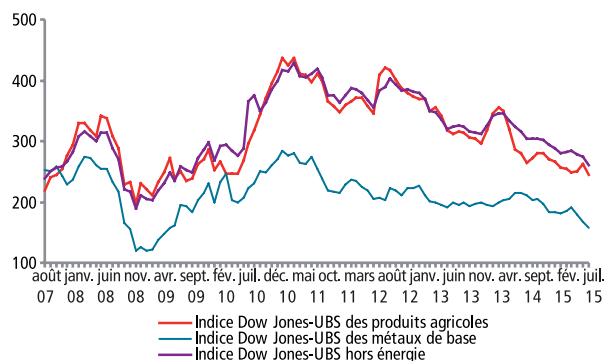
En ce qui concerne les perspectives d'évolution du prix du pétrole, la Banque Mondiale a revu, en juillet, à la hausse ses estimations à 57,5 et 61,2 dollars le baril, respectivement, pour 2015 et 2016. De même, le FMI table dans la mise à jour du WEO de juillet sur un prix de 58,9 dollars le baril en 2015, tandis que l'estimation pour 2016 a été révisée à la baisse de 65,6 à 64,2 dollars. Pour ce qui est du cours du Brent, la Commission européenne a revu en mai à la hausse ses prévisions à 59,4 dollars le baril en 2015 et à 66 dollars en 2016, après respectivement 53 dollars et 61,5 dollars prévus auparavant.

### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En ce qui concerne les produits hors énergie, leurs prix sont ressortis en baisse en glissement annuel, durant le mois d'août. L'indice Dow Jones-UBS y afférent a ainsi reculé de 17,5%, reflétant la baisse de 27,2% de l'indice des cours des métaux de base et la diminution de 12,8% de celui des prix des produits agricoles.

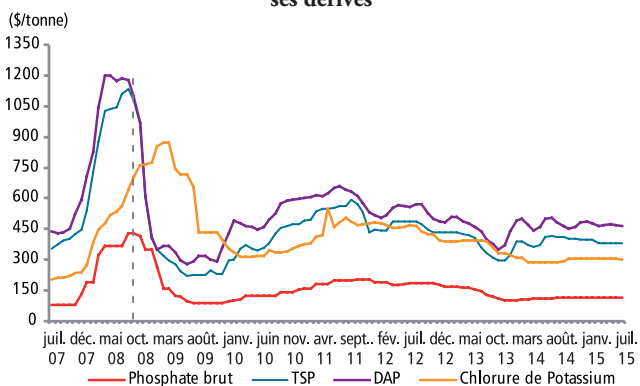
S'agissant du marché mondial des phosphates et dérivés, le prix du brut s'est établi à 115 dollars la tonne en août, inchangé pour le onzième mois consécutif. De même, les cours du TSP et de l'urée se sont stabilisés à respectivement 380 et 273 dollars la tonne. Pour sa part, le prix du Chlorure de potassium a accusé un recul mensuel de 0,7% en août. Par ailleurs, le cours du DAP s'est établi à 464 dollars la tonne,

Graphique 3.11 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006=100)



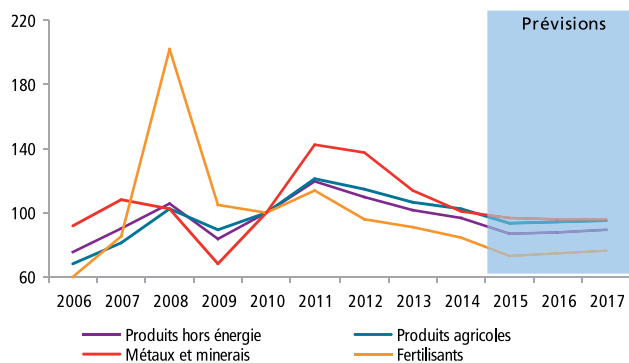
Source : Datastream.

Graphique 3.12 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



Source : Banque Mondiale.

Graphique 3.13 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières



Source : Banque Mondiale.

en légère baisse de 1,1% d'un mois à l'autre. En glissement annuel, le cours s'est accru de 4,5% pour le phosphate brut et de 5,6% pour le Chlorure de Potassium. Il a, en revanche, régressé de 8,1% pour le DAP, de 9% pour le TSP et de 15,2% pour l'urée. Concernant le cours du blé dur, il a connu une baisse de 8,9% en glissement mensuel et de 31,7% d'une année à l'autre.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

Aux Etats-Unis, l'inflation s'est stabilisée en août à 0,2%, tandis qu'au Japon, elle a marqué une légère baisse de 0,4% à 0,3% entre juin et juillet. Dans la zone euro, l'inflation a baissé en août de 0,2% à 0,1%. Dans les principaux pays partenaires, l'inflation a augmenté de 0,3% à 0,4% en Italie, elle s'est stabilisée à 0,1% en Allemagne, alors qu'elle a reculé de 0,2% à 0,1% en France et de 0,1% à 0% au Royaume-Uni. Par ailleurs, l'indice des prix a baissé de 0,5% en Espagne après avoir stagné un mois auparavant. Dans les principaux pays émergents et en développement, le taux d'inflation est passé de 1,6% en juillet à 2% en août en Chine, et de 9,6% à 9,5% au Brésil, tandis qu'en Russie, il s'est établi à 15,6% en juillet après 15,3% le mois précédent.

Selon les prévisions du FMI dans le cadre de la mise à jour du WEO de juillet, l'inflation serait nulle en 2015 et avoisinerait 1,2% en 2016 dans les économies avancées. Dans les pays émergents et en développement, elle devrait se situer à 5,5% en 2015, avant de diminuer à 4,8% en 2016. Pour sa part, l'OCDE table dans ses prévisions de juin sur un taux d'inflation de 0,6% en 2015 et de 1% en 2016 dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis, ce taux s'établirait à 1,4% en 2015, avant de connaître une accélération à 2% en 2016.

Graphique 3.14 : Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires

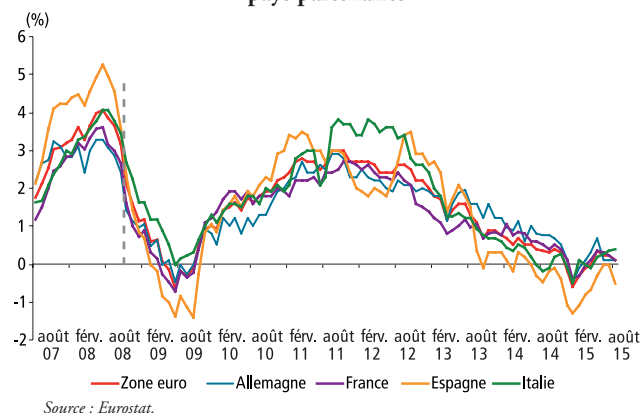


Tableau 3.4 : Evolution de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

En %	2015		2015	
	Mai	Juin	Juillet	Août
Etats-Unis	0,0	0,1	0,2	0,2
Zone euro	0,3	0,2	0,2	0,1
Allemagne	0,7	0,1	0,1	0,1
France	0,3	0,3	0,2	0,1
Espagne	-0,3	0,0	0,0	-0,5
Italie	0,2	0,2	0,3	0,4
Royaume-Uni	0,1	0,0	0,1	0,0
Japon	0,5	0,4	0,3	ND

Source : Eurostat et Datastream.

Tableau 3.5 : Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

	OCDE		Commission Européenne		FMI	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Etats-Unis	1,4	2,0	0,4	2,2	0,1	1,5
Zone Euro	0,6	1,0	0,1	1,5	0,1	1,0
Allemagne	1,2	1,7	0,3	1,8	0,2	1,3
France	0,5	0,9	0,0	1,0	0,1	0,8
Espagne	0,1	0,5	-0,6	1,1	-0,7	0,7
Italie	0,0	0,6	0,2	1,8	0,0	0,8
Royaume-Uni	1,8	2,1	0,4	1,6	0,1	1,7
Japon	1,8	1,6	0,5	0,9	1,0	0,9

Sources : FMI (avril 2015), OCDE (juin 2015) & Commission Européenne (mai 2015).

### 3.3 Indice des prix à l'importation du Maroc

En glissement trimestriel, l'IPM hors énergie a enregistré une baisse de 0,9% au deuxième trimestre 2015 après une hausse de 0,5% un trimestre auparavant. Cette diminution recouvre un recul de 2,9% de l'IPM minier et des augmentations des indices des prix de produits alimentaires et de demi-produits de 0,5% et de 0,2% respectivement.

Le recul des prix des produits miniers résulte d'une part, de la nouvelle baisse du prix unitaire moyen du fer et acier de 6,9% et d'autre part, du repli de 0,3% du prix moyen du soufre, après une hausse de 4,2% au T1-2015.

Concernant les produits alimentaires, la progression de l'IPM s'explique principalement par la hausse du prix unitaire moyen du blé de 4,7%, après celle de 21,9% au T1-2015. En revanche, le prix unitaire moyen du maïs a baissé de 4,5%, alors qu'il avait progressé de 11,8% un trimestre auparavant.

S'agissant des demi-produits, le prix unitaire des engrais naturels et chimiques s'est accru de 20,8% après un recul de 3,7%, tandis que le prix unitaire des produits laminés en fer et acier a marqué une diminution de 6,9%, plus importante que celle de 1,8% enregistrée le trimestre précédent.

Pour ce qui est des produits énergétiques, l'indice des prix s'est inscrit en progression de 10% au deuxième trimestre 2015, après une série de baisses entamées au T3-2014. Cette augmentation traduit une hausse de 16,6% du prix unitaire du pétrole brut, après une diminution de 32,9% et de 2,6% du prix de gasoil et fuel après un repli de 21,4% en T1-2015.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une nouvelle baisse de 4,4% au

Tableau 3.6 : Evolution de l'IPM

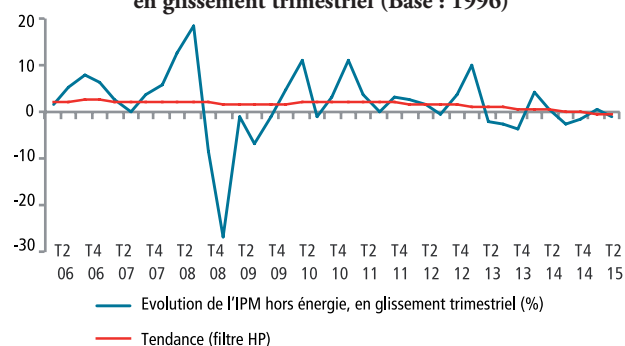
	Variation trimestrielle en %			Variation annuelle en %		
	T4 2014	T1 2015	T2 2015	T4 2014	T1 2015	T2 2015
<b>IPM des produits énergétiques</b>	<b>-11,9</b>	<b>-27,6</b>	<b>10,0</b>	<b>-13,2</b>	<b>-35,9</b>	<b>-30,5</b>
PUM* du pétrole brut	-14,4	-32,9	16,6	-14,1	-40,5	-33,6
PUM du gasoil et fuel	-9,9	-21,4	2,6	-12,5	-30,9	-26,3
PUM du gaz de pétrole	-4,0	-17,0	-10,2	-14,5	-31,2	-28,1
<b>IPM hors énergie</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,4</b>
<b>IPM alimentaires</b>	<b>-8,2</b>	<b>13,6</b>	<b>0,5</b>	<b>-12,9</b>	<b>2,1</b>	<b>-3,2</b>
PUM du blé	-15,2	21,9	4,7	-23,0	2,0	-2,7
PUM du maïs	-3,7	11,8	-4,5	-4,0	-0,5	-8,5
<b>IPM miniers</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>33,5</b>	<b>20,8</b>	<b>-0,2</b>
PUM du soufre	4,0	4,2	-0,3	68,5	44,0	10,1
PUM du fer et acier	-5,6	-1,8	-6,9	3,4	-2,6	-13,4
<b>IPM demi-produits</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>7,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,7</b>
PUM des engrais naturels et chimiques	12,7	-3,7	20,8	6,1	-12,0	18,3
PUM des produits laminés en fer et acier	-5,6	-1,8	-6,9	13,3	-1,6	-13,4

NB: Le calcul des indices se base sur les prix unitaires exprimés en dirhams.

\* Prix unitaire moyen.

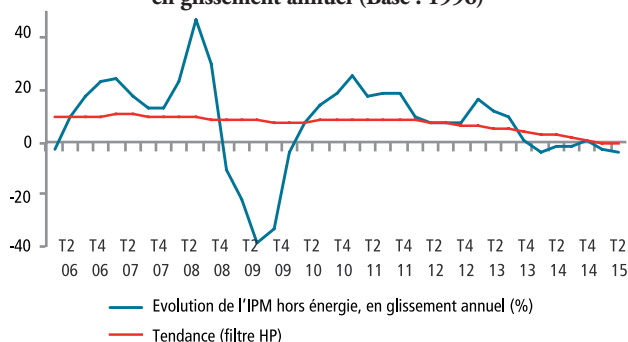
Source : OC et calculs BAM

Graphique 3.15 : Indice des prix à l'importation hors énergie en glissement trimestriel (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

Graphique 3.16 : Indice des prix à l'importation hors énergie en glissement annuel (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

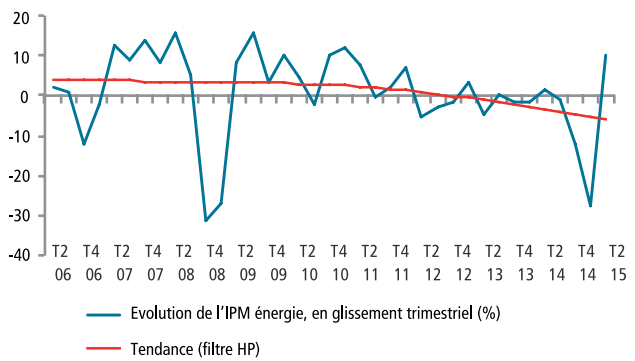
T2-2015. Cette évolution résulte de l'accentuation de la baisse de l'indice des demi-produits de 3,7% à 4,7%, suite à une diminution de 13,4% du prix moyen des produits laminés en fer et acier, après un recul de 1,6% au T1-2015.

Pour sa part, l'IPM minier s'est inscrit en légère baisse de 0,2%, recouvrant un repli de 13,4% du prix unitaire moyen de fer et acier et une progression de 10,1% de celui du soufre.

De même, l'IPM alimentaire s'est inscrit en baisse de 3,2% au T2-2015, après une progression de 2,1%, sous l'effet de la baisse de 2,7% du prix unitaire du blé, au lieu d'une progression de 2% en T1-2015. Quant au maïs, le prix unitaire moyen ressort en repli de 8,5% en T2-2015 après celui de 0,5% un trimestre auparavant.

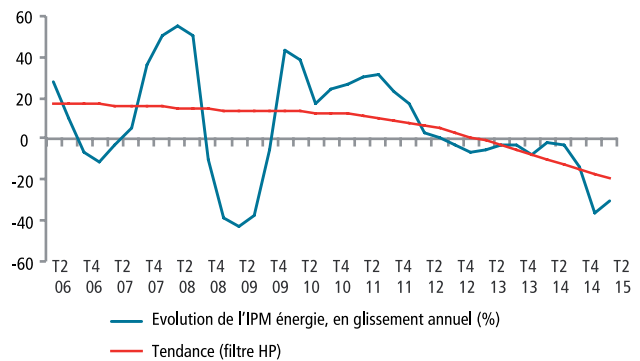
S'agissant des produits pétroliers, le trend baissier s'est atténué au cours du deuxième trimestre 2015 avec une contraction de 30,5% après celle de 35,9%. Cet évolution a concerné les principaux produits avec, en particulier, une baisse du prix unitaire moyen du pétrole brut à 33,6% au T2-2015, au lieu de 40,5% un trimestre auparavant.

**Graphique 3.17 : Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement trimestriel (Base: 1996)**



Sources : OC et calculs BAM.

**Graphique 3.18 : Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement annuel (Base: 1996)**



Sources : OC et calculs BAM.

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

En juillet 2015, le rythme de progression de l'agrégat M3 s'est inscrit en ralentissement, revenant de 6,2% en moyenne au deuxième trimestre à 5,3%, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif. S'agissant du crédit bancaire, la principale source de création monétaire, son taux d'accroissement annuel n'a pas connu de variation significative s'établissant à 2,3%. Par objet, cette évolution recouvre une accentuation de la baisse des facilités de trésorerie, un ralentissement des prêts à la consommation et à l'équipement et une accélération des prêts immobiliers. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux interbancaire est resté aligné sur le taux directeur, se situant à 2,51% en moyenne au cours des mois d'avril à août 2015. Quant aux taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est établi à 3,68% en juillet, en baisse de 3 points de base comparativement au deuxième trimestre 2015. En ce qui concerne les taux débiteurs, les dernières données indiquent une hausse de 12 points de base du taux moyen pondéré, passant à 5,93% en moyenne au deuxième trimestre 2015, reflétant l'augmentation de 18 points de base du taux assortissant les facilités de trésorerie. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié au deuxième trimestre 2015 de 0,76% en termes nominaux et de 1,89% en termes réels en raison d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc.

Au niveau des marchés des actifs, l'indice des prix immobiliers a diminué de 0,4% d'un trimestre à l'autre, reflétant une baisse de 0,9% pour le résidentiel, une hausse de 1,4% pour le foncier et une quasi-stagnation des prix des biens à usage professionnel. Parallèlement, le nombre de transactions a enregistré une baisse de 0,5% d'un trimestre à l'autre traduisant un recul de 9,2% des ventes d'actifs à usage professionnel. Pour ce qui est des autres actifs, les transactions ont augmenté de 0,3% pour les biens résidentiels et de 0,2% pour les terrains urbains. Sur le marché boursier, l'indice de référence de la Bourse de Casablanca a enregistré de nouvelles baisses durant les mois de juillet et août, ramenant sa contreperformance depuis le début de l'année à 2,9%. Pour ce qui est du volume des transactions, il s'est chiffré à 26,3 milliards de dirhams depuis le début de l'année après 25,8 milliards durant la même période de l'année précédente.

Au total, ces évolutions laissent indiquer l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme émanant des conditions monétaires et des prix des actifs immobiliers.

### 4.1 Conditions monétaires

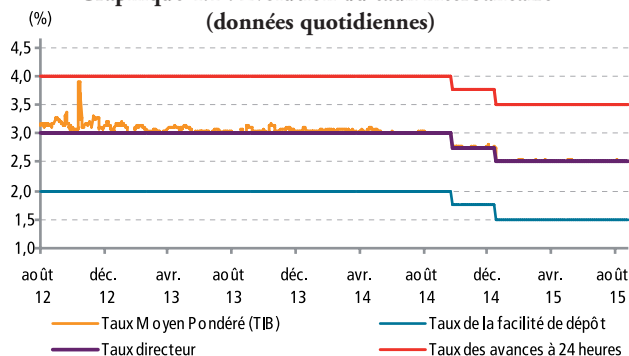
#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 16 juin 2015, le Conseil de la Banque a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 2,5%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 2,51% en moyenne entre avril et août 2015, demeurant ainsi aligné sur le taux directeur.

En ce qui concerne les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a poursuivi son mouvement baissier pour s'établir à 3,68% en juillet, après 3,71% au deuxième trimestre 2015. Par maturité, les rendements sur les dépôts à 6 mois ont reculé de 6 points de base à 3,54 % et les taux des dépôts à un an sont revenus de 3,83% à 3,80%.

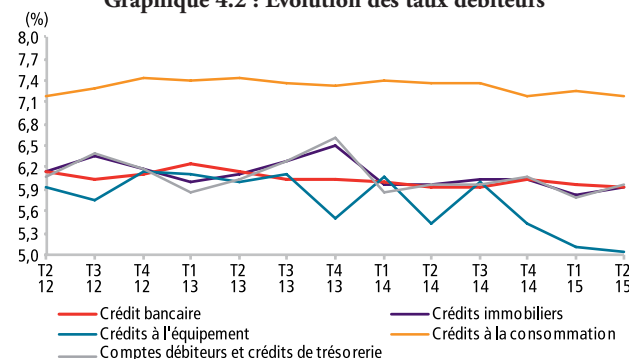
Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire\* (données quotidiennes)



\* Données arrêtées au 31 août 2015  
Source : BAM

Graphique 4.2 : Evolution des taux débiteurs



banques pour le deuxième trimestre 2015, indiquent une hausse de 12 points de base du taux moyen global à 5,93%, reflétant l'augmentation de 18 points de base du taux assortissant les facilités de trésorerie. En revanche, les taux appliqués aux autres catégories de crédits ont enregistré des baisses de 7 points de base pour les crédits à l'équipement à 5,04%, de 6 points pour ceux immobiliers à 5,92% et de 9 points pour les crédits à la consommation à 7,18%.

S'agissant des bons du Trésor, les taux sur le marché primaire se sont globalement inscrits en baisse au cours du troisième trimestre, avec des diminutions de 9 points de base pour les maturités à 52 semaines, de 14 points pour les bons à 2 ans, de 9 points pour ceux à 5 ans et de 27 points pour les taux appliqués aux bons du Trésor à 10 ans. Le même profil d'évolution a été constaté au niveau du marché secondaire et plus particulièrement pour les maturités à moyen terme.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

#### Evolution de M3

Les données relatives au mois de juillet 2015 font ressortir un ralentissement du rythme de progression annuel de la masse monétaire. En conséquence, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme d'origine monétaire.

La croissance annuelle de l'agrégat M3 est revenue de 6,2% en moyenne au deuxième trimestre à 5,3% en juillet 2015, reflétant notamment l'effet négatif de l'accélération de 4,9% à 8,7% du taux d'accroissement des ressources à caractère non monétaire<sup>1</sup>. Quant au crédit bancaire, son taux d'accroissement annuel n'a pas connu de variation significative

<sup>1</sup> Les ressources non monétaires dont la hausse engendre un impact négatif sur la masse monétaire, comprennent le capital et les réserves des institutions de dépôts et les engagements non monétaires des autres institutions de dépôts, notamment les dépôts réglementés et de garantie, les emprunts subordonnés, les certificats de dépôts ayant une durée résiduelle supérieure à 2 ans, ainsi que les obligations

Tableau 4.1 : Taux créditeurs (placements à terme)(en%)

	2013		2014				2015		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	Juil.
6 mois	3,55	3,59	3,51	3,68	3,69	3,71	3,64	3,6	3,54
12 mois	3,83	3,92	3,86	3,91	3,86	3,94	3,85	3,83	3,8
Moyenne pondérée	3,73	3,79	3,71	3,81	3,8	3,85	3,76	3,71	3,68

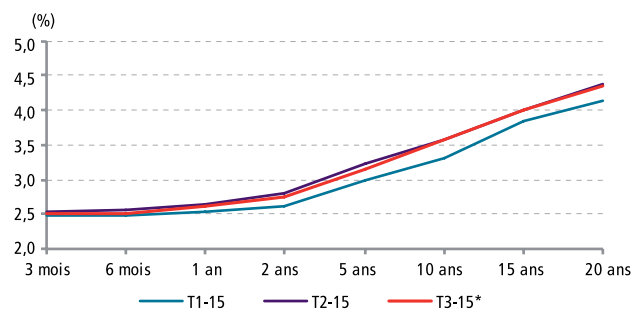
Source : BAM.

Tableau 4.2 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire (en %)

	2013		2014				2015		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3*	
13 semaines	3,48	3,30	3,08	2,97	2,68	2,48	2,54	2,52	
26 semaines	3,74	3,45	3,15	-	2,79	2,50	2,56	-	
52 semaines	4,13	3,63	3,25	3,14	2,83	2,53	2,67	2,56	
2 ans	4,69	4,04	3,35	-	3,02	2,59	2,86	2,67	
5 ans	5,08	4,62	3,91	3,80	3,33	2,98	3,24	3,14	
10 ans	5,60	5,43	4,47	-	3,75	3,30	3,66	3,17	
15 ans	5,85	5,87	5,15	-	4,30	3,89	4,07	4,05	
20 ans	-	5,96	5,66	5,57	4,60	4,20	-	4,45	
30 ans	-	-	-	-	5,69	5,0	5,01	5,00	

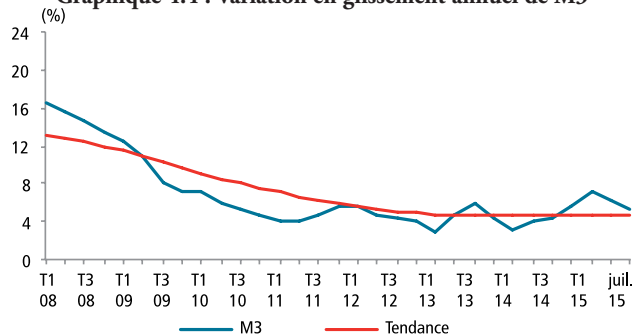
\* L'observation du troisième trimestre 2015 correspond à la moyenne des mois de juillet et août 2015.

Graphique 4.3 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor



\* L'observation du troisième trimestre 2015 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er juillet au 2 septembre 2015.

Graphique 4.4 : Variation en glissement annuel de M3



Source : BAM.



### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Durant le deuxième trimestre de l'année 2015, les facteurs autonomes ont impacté positivement la liquidité bancaire de 9,5 milliards de dirhams en raison des opérations sur avoirs extérieurs.

En effet, ces dernières ont induit une injection de liquidité de 15,5 milliards de dirhams, résultant principalement de l'émission obligataire de l'OCP effectuée sur les marchés internationaux, laquelle a porté sur un montant d'un milliard de dollars.

L'incidence expansive des opérations sur AEN a été atténuée par l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire et par les opérations du Trésor.

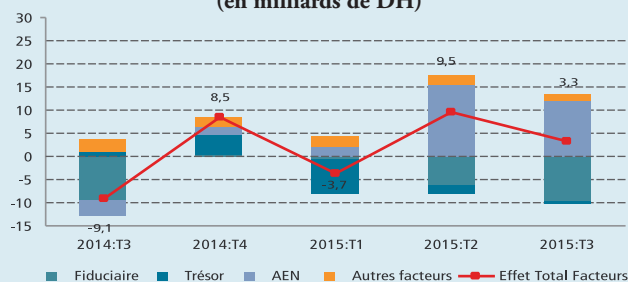
En effet, les retraits nets de monnaie fiduciaire ont atteint 6,4 milliards de dirhams.

En outre, les opérations du Trésor ont eu une incidence restrictive sur la liquidité de 1,6 milliard de dirhams résultant notamment de la différence entre :

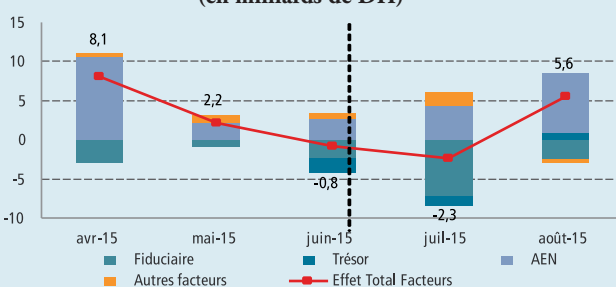
- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (32,4 milliards de dirhams), le produit de l'attribution des licences 4G (2 milliards de dirhams), les dividendes versés par l'opérateur Maroc Telecom (1,5 milliard de dirhams) et les recettes fiscales et douanières ;
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (27,4 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16,5 milliards de dirhams) et des pensions des retraités (5,7 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (1,8 milliard de dirhams).

Par ailleurs, les opérations de la clientèle de Bank Al-Maghrib, hors Trésor, ont impacté positivement la liquidité de près de 2 milliards de dirhams.

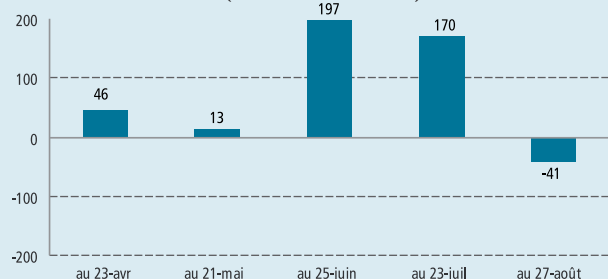
Graphique E 4.1.1 : Evolution de l'effet des FALB par trimestre (en milliards de DH)



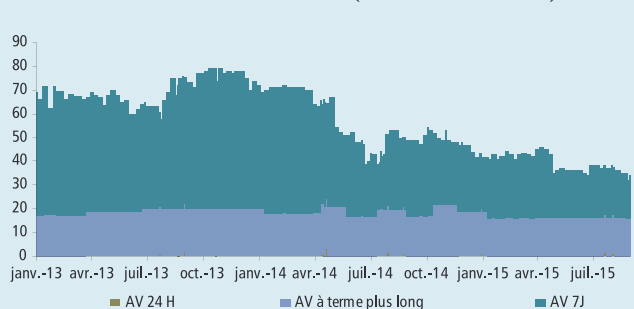
Graphique E 4.1.2 : Evolution de l'effet des FALB par mois (en milliards de DH)



Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires (en millions de DH)



Graphique E 4.1.4 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire (en milliards de DH)



Au cours du troisième trimestre de l'année 2015\*, les trésoreries bancaires se sont améliorées de 3,3 milliards de dirhams toujours sous l'impact des opérations sur avoirs extérieurs.

En effet, les cessions de billets de banque étrangers, dont le rythme s'est accéléré durant la période estivale, ont largement contribué à l'amélioration de la liquidité pour un montant de 12,1 milliards de dirhams.

A l'instar du trimestre précédent, l'augmentation significative de la circulation de la monnaie fiduciaire pour un montant de 9,8 milliards de dirhams a réduit l'effet expansif des opérations sur avoirs extérieurs.

Pour leur part, les opérations du Trésor ont été sans incidence notable sur la liquidité (soit un effet restrictif de près de 400 millions de dirhams) du fait de la quasi-compensation entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (20,3 milliards de dirhams) et les recettes fiscales et douanières ;
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (18,3 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (5,7 milliards de dirhams) et le règlement des pensions des retraités (3,9 milliards de dirhams) et des dépenses de compensation (3,7 milliards de dirhams).

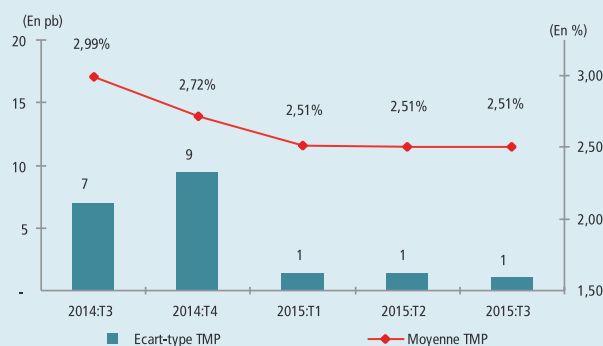
Enfin, les autres facteurs ont contribué à l'amélioration de la liquidité bancaire de 1,4 milliard de dirhams.

Compte tenu de l'impact expansif des facteurs autonomes observé tout au long du troisième trimestre, l'encours des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établi à 34 milliards de dirhams à fin août, en baisse de 4 milliards par rapport à la fin du trimestre précédent.

Cette baisse a concerné l'encours des avances à 7 jours, ramené à 18 milliards, contre une stabilité de l'encours des opérations de prêts garantis à un an, à 16 milliards de dirhams.

Le TMP du marché interbancaire au jour le jour s'est maintenu à des niveaux proches du taux directeur, soit à 2,51% en moyenne, avec une volatilité limitée à un point de base.

**Graphique E 4.1.5 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire**



\* T3 2015 : le troisième trimestre de l'année 2015 comprend uniquement la période allant du 1er juillet au 27 août 2015.

s'établissant à 2,3%. En revanche, les réserves internationales nettes se sont accrues de 15,6% au lieu de 14,8% et les créances nettes sur l'administration centrale se sont renforcées de 19,1% après 5,1%.

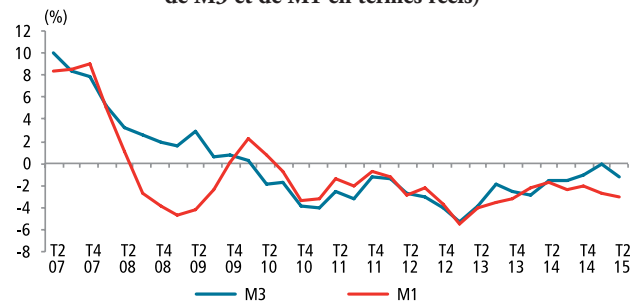
Au niveau des principales composantes de l'agrégat M3, les dépôts à terme ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 10,6% au deuxième trimestre à 8,3% en juillet et les placements à vue de 7,2% à 6,8%. Dans le même temps, les titres des OPCVM monétaires ont marqué une baisse de 6,5%, plus accentuée que celle de 1,5% observée au cours du deuxième trimestre. En revanche, les dépôts à vue auprès des banques ont enregistré une augmentation de 5,2% au lieu de 4,8%, tandis que la monnaie fiduciaire s'est accrue à un rythme quasi-comparable à celui observé le trimestre précédent, soit 5,2%.

La ventilation des principaux actifs monétaires par secteur institutionnel indique un ralentissement de 10,6% à 8,9% du rythme d'accroissement des dépôts à terme des ménages et de 4,1% à 3,2% de celui de leurs dépôts à vue. Quant aux entreprises non financières privées, en dépit d'une baisse mensuelle de 3%, leurs dépôts à vue ressortent en hausse annuelle de 12,8% au lieu de 6,6% et la progression de leurs dépôts à terme s'accélère de 17,1% à 18,6% poursuivant ainsi leur amélioration entamée depuis le début de l'année 2015. Pour ce qui est du secteur public, quoiqu'en repli mensuel de 4,1%, les dépôts à vue se sont accrues de 16% en glissement annuel après 13,2%, alors que les dépôts à terme ont connu une contraction de 15,6% contre une hausse de 4% un trimestre auparavant.

## Crédit

Les données relatives au mois de juillet 2015 n'indiquent pas de variation significative du rythme de progression annuel du crédit

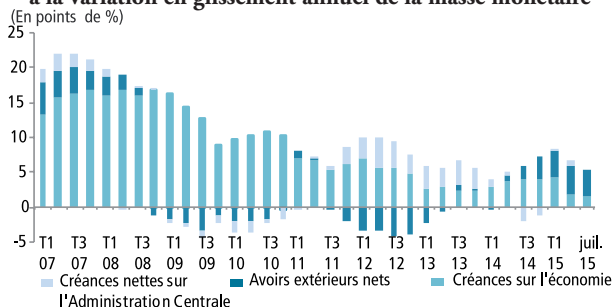
Graphique 4.5 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



<sup>1</sup> L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et 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.

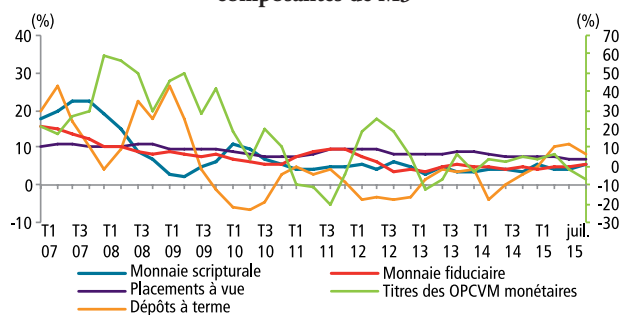
Source : BAM.

Graphique 4.6 : Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire



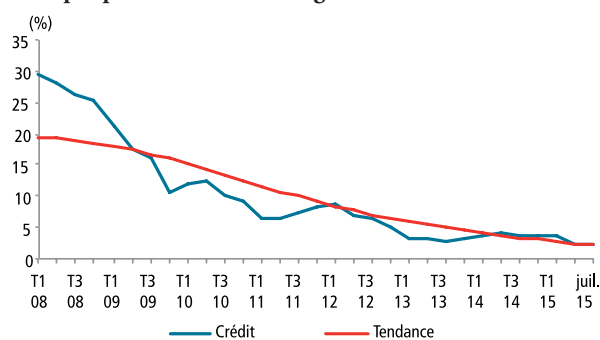
Source : BAM.

Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



Source : BAM.

Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM.

bancaire par rapport au deuxième trimestre, le taux de variation moyen ressortant à 2,3%.

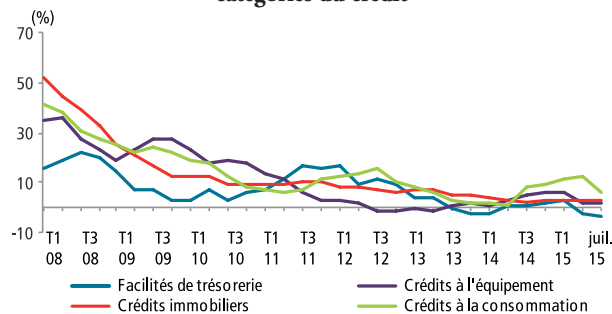
Par objet économique, la baisse des facilités de trésorerie s'est accentuée à -3,9%, après -2,1% un trimestre auparavant. Dans le même temps, les crédits à l'équipement ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 2,3% à 1,6% et ceux à la consommation ont décéléré de 12,7% à 5,7%<sup>1</sup>. En revanche, les crédits immobiliers se sont accrus de 3% après 2,6%, recouvrant une atténuation de la baisse des prêts aux promoteurs de 7,6% à 4,9% et une décélération de 6,2% à 6% des crédits à l'habitat. Pour ce qui est prêts à caractère financier, bien qu'en diminution de 5,1% d'un mois à l'autre, ils se sont renforcés de 12,5% en glissement annuel, contre 3,3% au cours du deuxième trimestre. Quant aux créances en souffrance, leur rythme de croissance est revenu de 15,2% au deuxième trimestre à 10,9% et leur ratio par rapport au crédit bancaire s'est stabilisé à 7,2%.

Par secteur institutionnel, après avoir enregistré une hausse de 1,7% au deuxième trimestre, les concours destinés au secteur privé se sont stabilisés par rapport à leur niveau observé en juillet 2014. Cette évolution traduit l'accentuation de la baisse des crédits aux sociétés non financières privées de 1% à 2,7% et du ralentissement de 5% à 3,5% de la progression des prêts aux ménages. En revanche, les concours accordés au secteur public ont enregistré une augmentation de 11% en glissement annuel, après 8,2% et ceux aux sociétés financières se sont renforcés de 14,5% au lieu de 4,9% au deuxième trimestre.

Par branche d'activité, les données relatives au deuxième trimestre indiquent une accentuation de la baisse de -4,6% à -9,3% des concours alloués aux industries manufacturières et de -1% à -5,3% de ceux destinés à la branche « Bâtiments et travaux publics ». Dans le

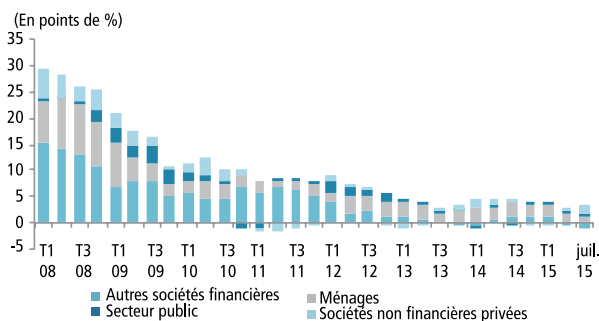
<sup>1</sup> Cette évolution s'explique principalement par la dissipation de l'effet de l'opération de fusion-absorption d'une banque de la place de sa filiale spécialisée dans le crédit à la consommation en juillet 2014.

Graphique 4.9 : Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit



Source : BAM.

Graphique 4.10 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM.

même temps, les prêts alloués au secteur « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » ont accusé un repli de 2,8% après une hausse de 4,7% un trimestre auparavant et ceux destinés à la branche « Electricité, gaz et eau » ont vu leur taux de progression revenir de 24,6% à 12,2%. En revanche, les prêts aux « activités financières » ont enregistré une augmentation de 10,4% au lieu de 2,1% et ceux destinés aux « transports et communications » ont progressé de 17,3% contre 6,4% au premier trimestre 2015.

### Autres sources de création monétaire

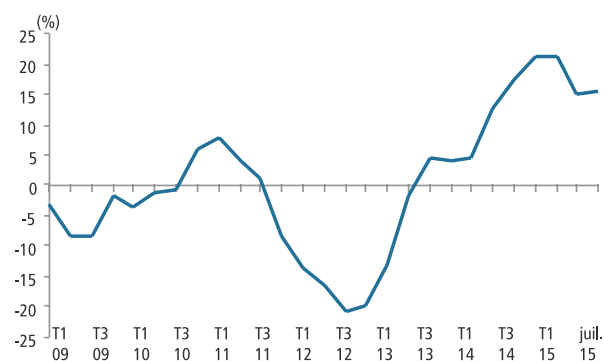
En ce qui concerne les réserves internationales nettes, après une progression de 14,8% au deuxième trimestre, elles se sont renforcées de 15,6% en juillet, pour s'établir 198,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont accrues de 19,1% en juillet au lieu de 5,1% au deuxième trimestre traduisant notamment un effet de base lié à la forte baisse observée un an auparavant. Par type de détenteur, les banques ont vu leur portefeuille en bons du Trésor s'accroître de 0,1% contre une diminution de 3,2% au cours du deuxième trimestre. Quant aux OPCVM monétaires, leurs détentions en bons du Trésor ont augmenté de 76,7% après 88,6%. En ce qui concerne les engagements des autres institutions de dépôts, leur encours est revenu de 14,9 milliards de dirhams en moyenne à 15,5 milliards.

### Placements liquides

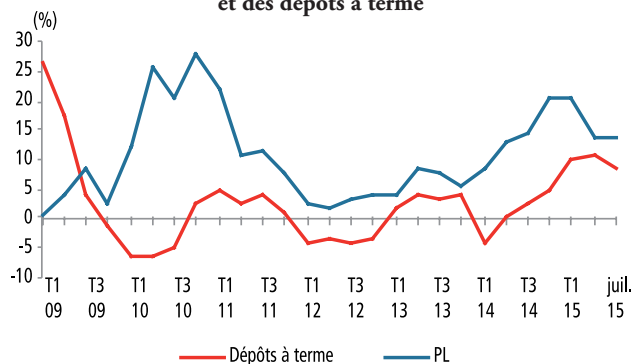
En juillet 2015, le rythme de progression annuelle des agrégats de placement liquides est resté quasi-inchangé par rapport au deuxième trimestre, s'établissant à 13,6%. Cette évolution recouvre une accélération du taux d'accroissement de l'agrégat PL1 et une décélération de celui des autres catégories de placements liquides.

Graphique 4.11 : Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes (RIN)



Source : BAM.

Graphique 4.12 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



Source : BAM.

En effet, les titres inclus dans l'agrégat PL1 ont progressé de 10,3% en juillet, au lieu de 10% un trimestre auparavant, en liaison avec l'accélération du rythme de croissance de l'encours des bons du Trésor de 8,6% à 9,2%. En revanche, le taux d'accroissement des titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2 est revenu de 21,5% à 20,2% et celui des titres des OPCVM actions et diversifiés est passé de 16% à 15,8%.

## Taux de change

Au terme du troisième trimestre<sup>1</sup>, et comparativement au trimestre précédent, la valeur de la monnaie nationale est restée quasiment inchangée par rapport à l'euro et au dollar américain.

Quant au taux de change effectif<sup>2</sup> du dirham, il s'est déprécié au deuxième trimestre 2015 de 0,76% en termes nominaux et de 1,89% en termes réels en raison d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc.

## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

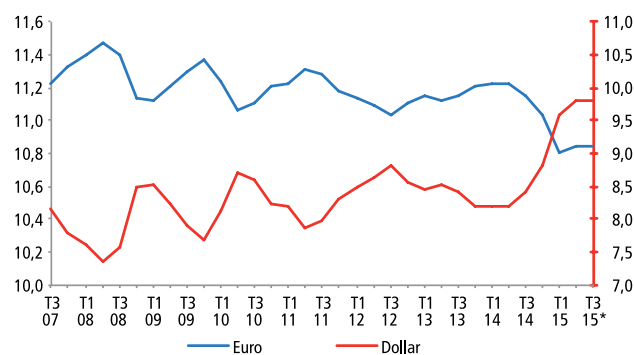
D'un trimestre à l'autre, l'indice des prix des actifs immobiliers a régressé de 0,4%, résultat principalement de la baisse de 0,9% des prix des biens résidentiels, alors que ceux des biens fonciers ont augmenté de 1,4%. Pour ce qui est des actifs à usage professionnel, leurs prix n'ont pas connu de variation significative.

Concernant les transactions, elles ont reculé de 0,5% d'un trimestre à l'autre en liaison avec la régression de 9,2% de celles portant sur les biens à usage professionnel. En revanche, les ventes portant sur le résidentiel et le foncier ont augmenté de 0,3% et 0,2% respectivement.

<sup>1</sup> Le troisième trimestre de l'année correspond à la moyenne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> juillet au 26 août 2015.

<sup>2</sup> Calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc.

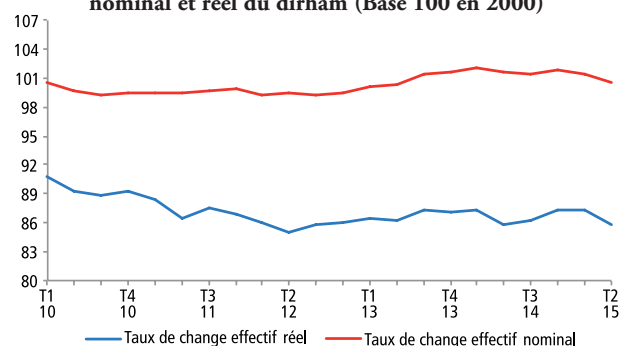
Graphique 4.13 : Evolution du taux de change du dirham



\* L'observation du troisième trimestre 2015 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> juillet au 26 août 2015.

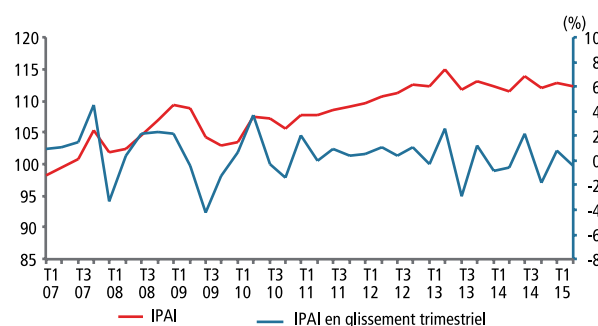
Source : BAM.

Graphique 4.14 : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham (Base 100 en 2000)



Sources : FMI et calcul de BAM.

Graphique 4.15 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers (en glissement trimestriel)



Source : BAM.

Par principales villes, les prix ont enregistré des baisses de 7,6% à El Jadida, de 2,5% à Meknès et de 1,6% à Casablanca, alors que Rabat et Tanger ont enregistré des hausses respectives de 1,4% et de 1%. Pour ce qui est des ventes, elles ont accusé des replis de 30,2% à Tanger, de 8,8% à Casablanca et de 5,1% à Marrakech alors qu'elles ont augmenté de 8,9% à Meknès, de 8% à El Jadida et de 2,8% à Agadir.

## 4.2.2 Actifs financiers

### 4.2.2.1 Actions

Après avoir régressé de 6,7% au deuxième trimestre, le MASI a affiché une baisse de 2,4% à fin août 2015, ramenant sa contreperformance depuis le début de l'année à 2,9%. Cette dépréciation trouve son origine essentiellement dans les replis des indices sectoriels «immobilier» de 16,7%, « mines » de 8,2% et « banques » de 3,4%. En revanche, l'indice des « télécommunications » s'est apprécié de 3,2% par rapport au trimestre précédent.

Dans ces conditions, le Price Earnings Ratio s'est établi à fin août à 18,2 après 18,5 à fin décembre 2014 et le Price to Book Ratio s'est déprécié à 2,27.

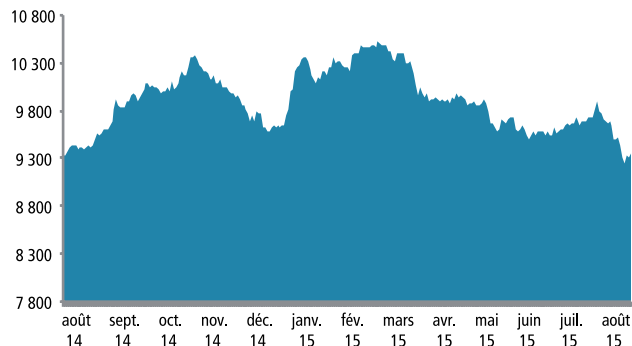
Concernant le volume mensuel de transactions, il s'est chiffré à 3,3 milliards de dirhams en moyenne durant les mois de juillet et d'août, un niveau similaire à la moyenne enregistrée durant le premier semestre. Sur la même période, le volume mensuel moyen des opérations réalisées sur le marché central s'est établi à 1,8 milliard de dirhams, en baisse de 11% par rapport au trimestre précédent, et les échanges sur le marché de blocs se sont situés à 252,3 millions.

Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle s'est inscrite en baisse de 2,1% entre juillet et août à 476,6 milliards de dirhams.

### 4.2.2.2 Bons du Trésor

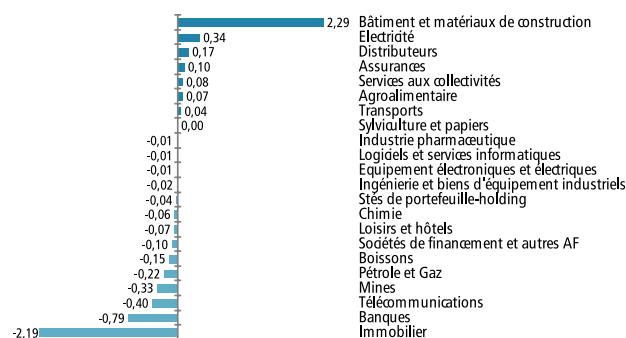
Sur le marché de la dette souveraine, les émissions du Trésor ont atteint 14 milliards

Graphique 4.16 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

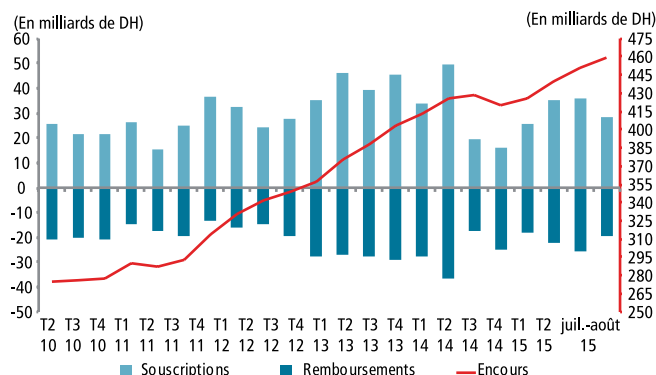
Graphique 4.17 : Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI depuis le début de l'année (en %)



Source : Bourse de Casablanca.

de dirhams en moyenne durant les mois de juillet et août après 11,9 milliards en moyenne mensuelle durant le premier semestre. 65% des émissions ont porté sur les maturités moyennes et ont été assorties d'un taux moyen de 3,04% contre 3,0% durant le premier semestre. Quant aux maturités longues, elles ont représenté 31% des levées, et ont été effectuées à un taux moyen de 4,14%, en baisse de 13 points de base par rapport au semestre précédent. Tenant compte des remboursements, en juillet et août, d'un montant de 19,2 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est chiffré à 459,3 milliards à fin août, en augmentation de 7,8% par rapport à fin décembre.

Graphique 4.18 : Evolution de l'encours des bons du Trésor

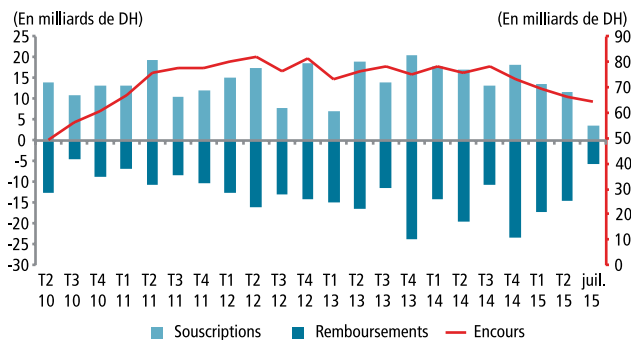


Source : BAM.

#### 4.2.2.3 Titres de créances négociables

Les émissions de titres de créances négociables ont totalisé 3,7 milliards de dirhams en juillet après une moyenne de 4,2 milliards durant le premier semestre. Les levées de certificats de dépôts, orientées exclusivement vers le court terme, ont atteint 1,5 milliard de dirhams contre une moyenne de 2,3 milliards le semestre précédent et ont été effectuées avec des taux variant entre 3,09% et 3,50% après une fourchette de 2,52% à 3,75% au cours du premier semestre. S'agissant des émissions de bons de sociétés de financement, elles ont totalisé 675 millions de dirhams après une moyenne de 466 millions le semestre précédent et ont été assorties de taux moyens variant entre 3,53% et 3,85% contre des taux allant de 3,31% à 4,32%.

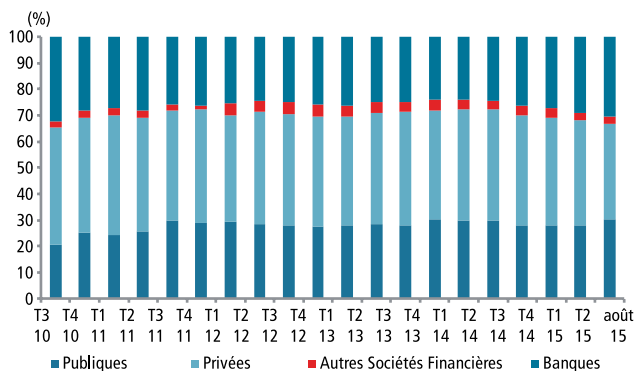
Graphique 4.19: Evolution de l'encours des titres de créances négociables



Source : BAM.

Concernant les souscriptions de billets de trésorerie, elles se sont chiffrées à 1,6 milliard contre une moyenne de 1,4 milliard durant le premier semestre et leurs taux moyens ont varié entre 3,85% et 4,50% après un intervalle de 3,75% à 5,75%. Tenant compte des remboursements d'un montant de 5,7 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables s'est établi à 64,6 milliards de dirhams, en baisse de 12% par rapport à fin décembre.

Graphique 4.20 : Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur (en %)



Sources : Maroclear et calculs BAM.



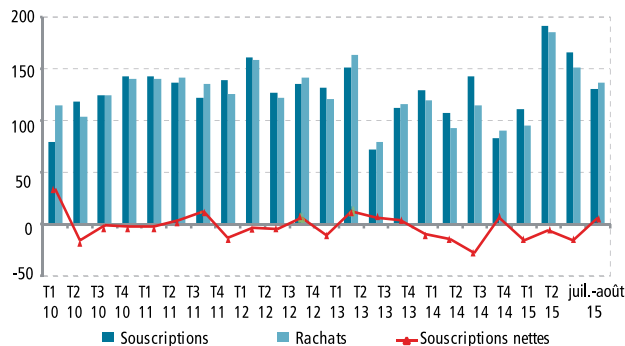
Sur le marché obligataire, les émissions au cours des mois de juillet et août ont atteint 4,2 milliards de dirhams, et ont été effectuées à hauteur de 76% par les sociétés non financières dont 53% sont des entreprises privées. Le montant des levées réalisées depuis le début de l'année s'est ainsi situé à 11,4 milliards contre 9,7 milliards durant la même période de 2014, portant l'encours des emprunts obligataires à 99,1 milliards, en augmentation de 3,5% par rapport à fin décembre.

#### 4.2.2.4 Titres d'OPCVM

Entre les mois de juillet et août, les souscriptions aux fonds OPCVM se sont établies en moyenne mensuelle à 65,4 milliards de dirhams contre 59,6 milliards au cours du premier semestre 2015. Parallèlement, les rachats se sont chiffrés à 68,5 milliards après 56,1 milliards de dirhams. Dans ces conditions, l'indice de performance des OPCVM s'est légèrement apprécié de 0,2% par rapport au premier semestre 2015.

Au total, l'actif net des titres OPCVM valorisé à fin août a atteint 311,8 milliards de dirhams, en repli de 1,5% par rapport à son niveau de fin juin. Par catégorie d'OPCVM, l'actif net a diminué de 10,5% pour les fonds obligataires à court terme, de 8,9% pour ceux monétaires et de 2,2% pour les fonds actions. En revanche, l'encours des titres obligataires à moyen et long terme s'est amélioré de 4,8% et celui des OPCVM diversifiés de 1,3%.

Graphique 4.21 : Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM (en milliards de dirhams)



Source : CDVM.

## 5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la Politique Monétaire, l'inflation a enregistré une nette accélération depuis le début de l'année, sous l'effet principalement de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils, accentuée par le relèvement des prix des tabacs. Elle est ainsi passée de 1,5% au premier trimestre 2015 à 2% au second trimestre et à 2,4% en juillet. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est passée de 1,3% à 1,5% entre le premier et le second trimestre, avant de revenir à 1,4% en juillet. Cette évolution a concerné aussi bien l'inflation des biens échangeables (IPCXE) que celle des biens non échangeables (IPCXNE). L'inflation des biens non échangeables est passée de 1,1% au premier trimestre à 1,3% au deuxième trimestre et en juillet et celle des biens échangeables a progressé de 1,6% à 1,7%, avant de revenir à 1,6% en juillet.

Par ailleurs, le recul des prix des « carburants et lubrifiants » s'est accentué de 10,6% en mai et juin à 13,7% en juillet, reflétant le repli des cours internationaux des produits pétroliers. Cette évolution s'est reflétée également au niveau des prix à la production de l'industrie de « cokéfaction et du raffinage » qui ont reculé de 4% en juillet. L'indice des prix à la production des industries manufacturières a diminué en conséquence de 0,6% en juillet contre des hausses de 0,6% en mai et de 0,2% en juin. En glissement annuel, la régression des prix à la production industrielle s'est accentuée de 2,7% en juin à 3,7% en juillet.

### 5.1 Evolution de l'inflation

La dynamique haussière des prix observée depuis le début de l'année s'est davantage confirmée ces derniers mois. L'inflation s'est établie à 2,4% en juillet contre 1,5% au premier trimestre et 2% au second trimestre. Cette tendance trouve son origine dans la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils, et dans une moindre mesure dans la révision à la hausse des tarifs de certains produits réglementés hors carburants et lubrifiants. En revanche, la baisse des prix des carburants et lubrifiants s'est accentuée en juillet reflétant celle des cours des produits pétroliers. Concernant l'inflation sous-jacente, elle a enregistré une légère accélération au second trimestre avant de revenir en juillet à un niveau comparable à celui observé au premier trimestre.

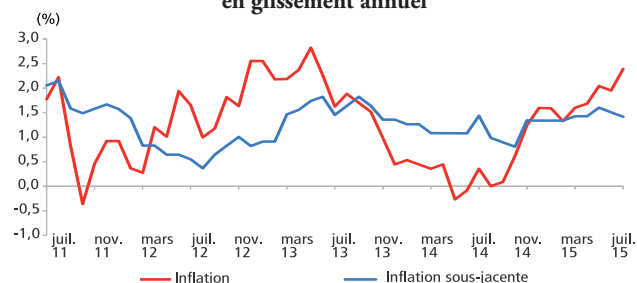
Ainsi, la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils est passée de 2,8% en juin à 7,6% en juillet en lien principalement avec l'augmentation des prix des agrumes de 64,1% après 28,1% en juin. Pour leur part, les tarifs des produits réglementés hors carburants et lubrifiants ont connu une nette accélération de leur hausse qui est passée de 3,5% en mai à 4,9% en juin et à 4,8% en juillet. Cette accélération est liée à la progression des prix

Tableau 5.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes

	Glissement mensuel (%)			Glissement annuel (%)		
	mai 15	juin 15	juil. 15	mai 15	juin 15	juil. 15
<b>Inflation</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	0,2	-0,7	3,7	5,1	2,8	7,6
- Carburants et lubrifiants	5,1	0,9	-0,4	-10,6	-10,6	-13,7
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,4	0,1	3,5	4,9	4,8
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>
- Produits alimentaires	0,2	0,1	0,1	2,3	2,3	2,0
- Articles d'habillement et chaussures	0,1	0,0	0,4	0,8	0,7	0,6
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,1	0,1	0,0	1,1	1,0	1,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1
- Santé*	0,1	0,0	-0,2	0,9	0,6	0,6
- Transport*	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
- Communication	0,0	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2
- Loisirs et cultures	0,5	0,0	0,0	0,4	0,4	0,5
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	3,2
- Restaurants et hôtels	0,2	0,5	0,0	2,3	2,7	2,4
- Biens et services divers	0,2	0,0	0,0	0,8	0,7	0,7

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

Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente, en glissement annuel



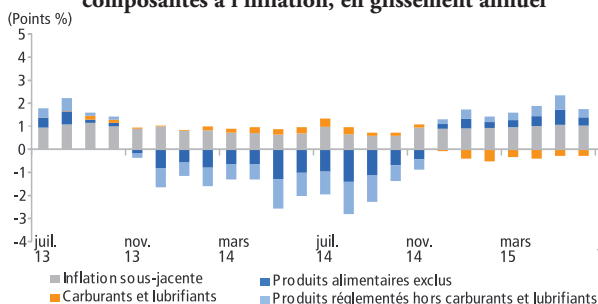
Sources : HCP et calculs BAM.

des tabacs suite à l’homologation, début juin, de nouveaux produits ainsi qu’à la dissipation de l’effet de la révision à la baisse des prix de certains médicaments intervenue en 2014.

En revanche, le repli des tarifs des « carburants et lubrifiants » s’est accentué de 10,6% en juin à 13,7% en juillet résultat du reflux des cours internationaux des produits pétroliers.

Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et de ceux à tarifs réglementés, l’inflation sous-jacente a enregistré un léger recul revenant de 1,6% en mai à 1,5% en juin et à 1,4% en juillet traduisant principalement la décélération du rythme de la hausse des prix des produits alimentaires notamment ceux à base de céréales.

**Graphique 5.2 : Contributions des prix des principales composantes à l’inflation, en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM.

**Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers**

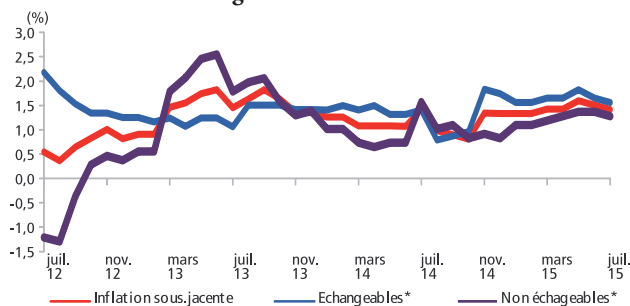
Produits (Dh/Litre)	A partir du					
	16 juin 15	1 juil. 15	16 juil. 15	1 août 15	16 août 15	1 sept. 15
Super carburant	11,1	11,12	11,24	10,88	10,53	9,78
Gasoil 50	9,10	9,03	8,84	8,55	8,20	7,90
Fuel industriel (Dh/Tonne)	4133,62	4085,4	3926,59	3723,96	3368,2	2889,59

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L’analyse de l’évolution des prix selon la nature échangeable (IPCXE) ou non échangeable (IPCXNE) des biens indique que le léger ralentissement de l’inflation fondamentale durant les trois derniers mois a concerné les deux catégories. Ainsi, l’inflation des biens échangeables est revenue de 1,8% en mai à 1,6% en juin et juillet, sous l’effet notamment de l’atténuation du rythme de progression des prix des produits à base de céréales. Leur contribution à l’inflation sous-jacente est revenue de 1 point de pourcentage en mai à 0,8 point de pourcentage en juillet. Pour leur part, les prix des biens non échangeables ont vu leur rythme annuel de progression reculer de 1,4% en juin à 1,3% en juillet suite principalement à l’atténuation de la hausse des prix des viandes fraîches de 0,7% à 0,5%. Leur contribution à l’inflation sous-jacente est restée stable à 0,6 point de pourcentage.

**Graphique 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables\* et non échangeables\* inclus dans l'IPCX, en glissement annuel**



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

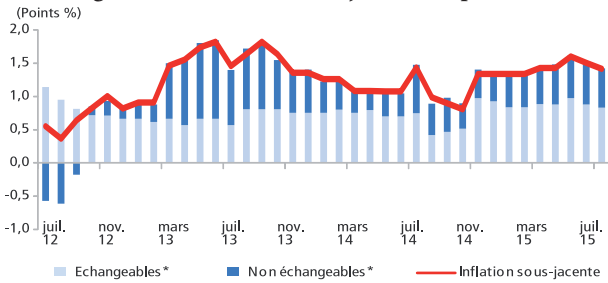
Sources : HCP et calculs BAM.

**Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX**

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 15	juin 15	juil. 15	mai 15	juin 15	juil. 15
Biens échangeables (IPCXE)	0,2	-0,1	0,0	1,8	1,6	1,6
Biens non échangeables (IPCXNE)	0,1	0,2	0,2	1,4	1,4	1,3

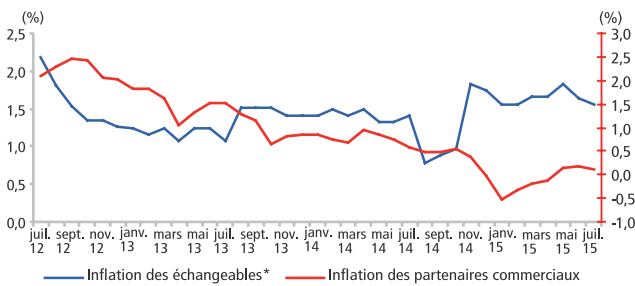
Sources : HCP et calculs de BAM.

**Graphique 5.4 : Contribution des biens échangeables\* et non échangeables\* à l'inflation sous-jacente, en points de %**



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

**Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables\* et celle des partenaires commerciaux, en glissement annuel**



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP, IFS et calculs BAM.

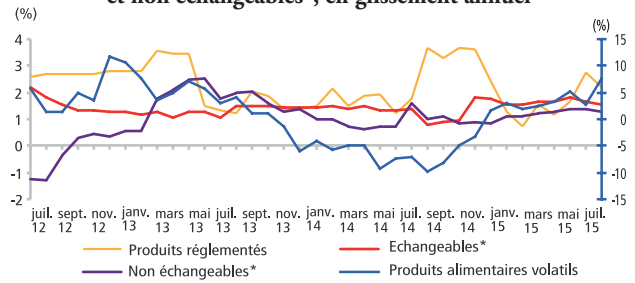
### 5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services indique que l'accélération de l'inflation durant les deux derniers mois résulte principalement de celle des biens non transformés qui est passée de 2% en juin à 4,5% en juillet. Leur contribution à l'inflation est ainsi passée de 0,4 point de pourcentage à 1 point de pourcentage. Pour leur part, les rythmes de progression des prix des biens transformés et des services sont restés quasi stables à 1,8% et 3,1% respectivement. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants poursuivi leur recul entamé depuis décembre 2014 avec un taux de -13,7% en juillet.

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production des industries manufacturières ont accusé en juillet une baisse mensuelle de 0,6%, après des hausses

**Graphique 5.5: Evolution des prix des biens échangeables\* et non échangeables\*, en glissement annuel**



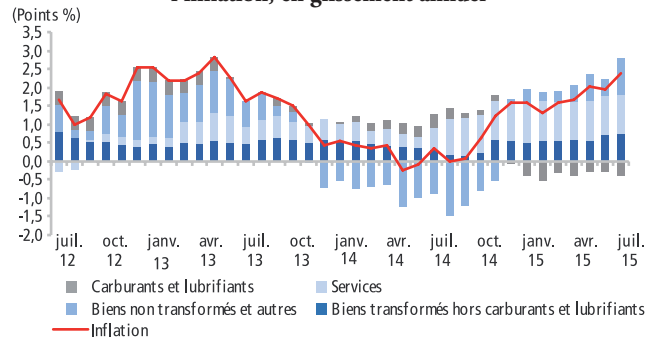
\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM.

**Tableau 5.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés**

	Contributions à l'inflation en glissement mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	juil. 15	juil. 15	juin 15	juil. 15
Produits exclus de l'IPCX	0,0	0,5	0,9	1,4
Produits alimentaires volatils	-0,1	0,5	0,4	1,0
Produits réglementés	0,1	0,0	0,6	0,5
<b>Biens échangeables*</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Biens non échangeables*</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>

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

**Graphique 5.7 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation, en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM.

**Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services**

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 15	juin 15	juil. 15	mai 15	juin 15	juil. 15
Biens transformés*	0,1	0,2	0,0	1,3	1,7	1,8
Services	0,1	0,1	0,0	3,2	3,2	3,1
Biens non transformés et autres	0,2	-0,3	2,4	3,2	2,0	4,5
Carburants et lubrifiants	5,1	0,9	-0,4	-10,6	-10,6	-13,7

\* Hors carburants et lubrifiants.  
Sources : HCP et calculs de BAM.

respectives de 0,6% et 0,2% en mai et juin. Cette évolution est liée principalement à la diminution de 4% des prix de la branche «cokéfaction et raffinage» reflétant le reflux des cours internationaux du pétrole brut.

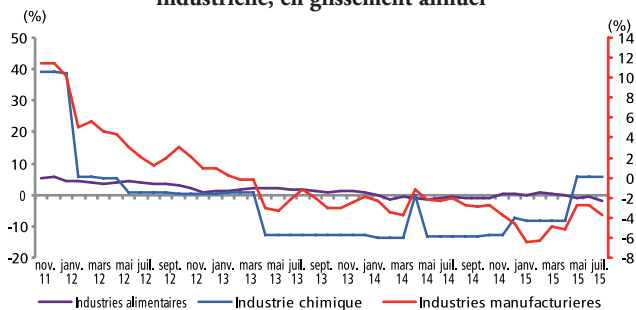
En glissement annuel, le recul des prix à la production industrielle s'est accentué durant les deux derniers mois, passant de 2,7% en juin à 3,7% en juillet, sous l'effet de la diminution de 32% des prix de la branche «cokéfaction et raffinage» après celle de 27,5% un mois auparavant et, dans une moindre mesure, du repli des prix des industries alimentaires de 1,7% après 0,6% en juin. En revanche, les prix à la production des équipements électriques ont augmenté de 1,9% contre une diminution de 0,3% un mois auparavant et ceux des véhicules automobiles, remorques et semi-remorques ont vu leur rythme de progression s'accélérer de 1% à 1,9%.

### 5.5 Anticipations d'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relative au mois de juillet 2015 montrent que les industriels prévoient une légère diminution des prix des produits industriels au cours des trois prochains mois. En effet, 20% des chefs d'entreprises anticipent une régression des prix, alors que 5% seulement d'entre eux tablent sur une augmentation (Graphique 5.9). Pour 58% des enquêtés, les prix de ces produits ne connaîtraient pas de variations significatives.

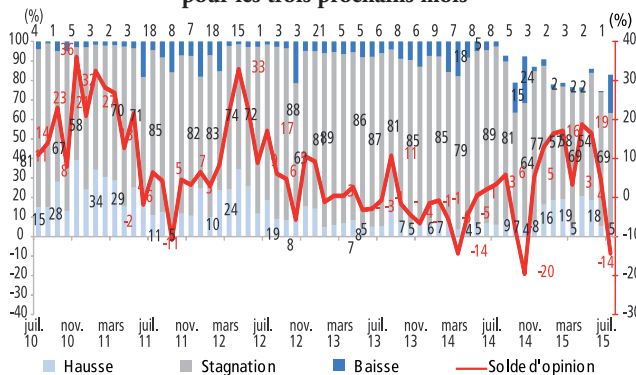
S'agissant des anticipations d'inflation pour les trois prochains mois, les résultats de l'enquête laissent indiquer une orientation à la hausse du rythme d'accroissement du niveau général des prix. En effet, le pourcentage des chefs d'entreprises anticipant une accélération de l'inflation s'est établi à 25% en juillet, contre 4% d'entre eux qui prévoient un ralentissement au cours de cette même période (Graphique 5.10).

**Graphique 5.8: Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel**



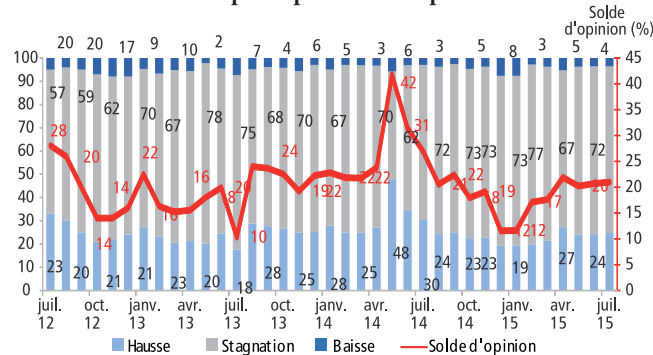
Sources : HCP et calculs BAM.

**Graphique 5.9 : Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois**



\* A partir de septembre 2014, une nouvelle modalité « pas de visibilité » a été ajoutée au questionnaire  
 Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

**Graphique 5.10 : Anticipations de l'inflation (IPC) selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). La prévision centrale est donc conditionnée par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. Elle tient compte de la hausse de 5% du SMIG qui est entrée en vigueur en juillet 2015 conformément aux décisions prises par le Gouvernement dans le cadre du dialogue social, ainsi que des modalités de facturation et dispositions tarifaires pour l'électricité, l'eau potable et l'assainissement liquide prévues au niveau du Bulletin Officiel N°6275 Bis. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres s'établirait en moyenne à 1,5%, soit un niveau proche du taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (1,4%). Durant l'année 2015, l'IPC afficherait une hausse moyenne de 1,8%, en légère hausse comparativement à l'exercice de mars. S'agissant de l'année 2016, un taux moyen de 1,3% est prévu. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée en raison des incertitudes entourant la vigueur de la reprise chez les principaux pays partenaires et l'évolution des prix des matières premières énergétiques.*

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

L'activité mondiale continue d'afficher un rythme de progression modéré. Cette évolution demeure tirée par les pays avancés alors que l'activité s'essouffle progressivement dans plusieurs pays émergents. Aux Etats-Unis, malgré la vague de froid qui a paralysé quelques grandes villes en début d'année et un dollar fort, la production affiche toujours une croissance favorable soutenue par la vigueur de la demande interne et les bonnes performances du marché du travail. Dans la zone euro, bien que la crise Grecque ait ravivé les craintes, le rétablissement progressif de l'activité continue de bénéficier du soutien de la politique monétaire, des progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire, de la modération significative des prix de l'énergie ainsi que de la dépréciation de l'euro.

Du côté des pays émergents, certes l'économie chinoise affiche toujours des taux de croissance favorables, toutefois, les risques de ralentissement de sa croissance se sont intensifiés et commencent à peser sur les marchés financiers. De même, plusieurs autres pays émergents observent un ralentissement de leurs économies en raison du durcissement des conditions financières extérieures, de la baisse des cours des matières premières et son impact sur le revenu des pays exportateurs de ses

produits et, enfin, des tensions géopolitiques qui persistent et s'aggravent dans certaines régions.

Au plan des analyses fines, la croissance économique de la zone euro a enregistré un taux de 1,5% au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2015, soit une légère hausse par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre de la même année (1,2%). Cette dynamique est due à l'accélération de la croissance économique en Espagne (3,1% au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2015 après 2,7% au 1<sup>er</sup> trimestre), à l'évolution favorable de l'activité en Allemagne (1,6% au 2<sup>ème</sup> trimestre suite à 1,1% au 1<sup>er</sup> trimestre) et en France (1% au 2<sup>ème</sup> trimestre après 0,9% au 1<sup>er</sup> trimestre), ainsi qu'au profil positif de la croissance en Italie (0,7% au 2<sup>ème</sup> trimestre contre 0,2% au 1<sup>er</sup> trimestre).

Le redressement de la croissance économique dans la zone euro est attribuable au bon comportement de la consommation et de l'investissement. En effet, au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre de 2015, le commerce de détail et les nouvelles immatriculations de voitures ont enregistré des hausses. De même, quoique la baisse de la production industrielle hors construction reflète le caractère progressif de la reprise et la persistance d'un certain nombre de fragilités, les indicateurs récents relatifs à la production industrielle de biens d'équipement augurent d'une dynamique favorable de

l'investissement. Ces évolutions sont confortées par les derniers résultats de l'indice composite des directeurs d'achat et l'indicateur relatif au climat économique (ESI) qui se sont améliorés au cours du 2<sup>ème</sup> trimestre. Enfin, les exportations de la zone euro ont continué de croître au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2015 et ce grâce à la dynamique de la demande des Etats-Unis et des autres pays avancés qui ont compensé la modération de la demande en provenance des pays émergents.

S'agissant du marché du travail, en dépit de la légère baisse du taux de chômage à 10,9% durant le mois de juillet après 11,2% en mars, cet indicateur demeure à un niveau élevé et renferme toujours des disparités entre les différents pays. En effet, le chômage a reculé en Espagne (de 22,9% au mois de mars à 22,2% au mois de juillet) et en Italie (de 12,6% à 12%) et a enregistré une quasi-stagnation durant la même période en Allemagne (de 4,8% à 4,7%) et en France (de 10,3% à 10,4%).

L'inflation dans la zone euro continue d'afficher de faibles niveaux. En effet, après les chiffres négatifs réalisés en début d'année, l'inflation s'est stabilisée à 0,2% durant les mois de juin et juillet. Au mois d'août, un taux de 0,1% a été enregistré. Cette tendance découle de la hausse des prix des produits alimentaires (1,3%) et des services (1,2%) qui a compensé la chute des prix de l'énergie (-7,2%).

Pour ce qui est de l'économie américaine, après un taux de croissance de 2,9% réalisé au 1<sup>er</sup> trimestre de 2015 et ce en dépit des mouvements sociaux dans les ports de l'ouest et de la vague de froid, l'activité s'est maintenue durant le 2<sup>ème</sup> trimestre qui devrait enregistrer une croissance de 2,7%. Cette dynamique est tirée par la vigueur de la consommation privée et la bonne tenue des exportations et de l'investissement hors construction qui ont contrebalancé la décélération de la reconstitution des stocks et de l'investissement dans l'immobilier.

Les bonnes performances de l'économie américaine continuent de profiter au marché du travail vu que le taux de chômage s'est stabilisé à 5,1% au mois d'août, après 5,5% durant le mois de mars 2015. Néanmoins et contrairement à l'année écoulée, cette baisse s'est également accompagnée par une amélioration des autres indicateurs du marché du travail. En effet, la part des travailleurs en chômage depuis 6 mois a significativement baissé, le taux de participation au marché du travail a de nouveau augmenté et la création de nouveaux postes a continué de croître pour se rapprocher de son niveau d'avant crise.

Contrairement aux derniers mois, l'inflation s'est légèrement inscrite en hausse aux États-Unis passant de -0,1% au mois de mars 2015 à 0,2% durant les mois de juillet et août. Cette tendance reflète la reprise des prix des produits alimentaires (1,6%) et des services (2,6%) qui a largement compensé la chute des prix de l'énergie (-15%).

Au regard de l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds Monétaire International, datant du mois de juillet, tablent pour la zone euro sur une croissance de l'ordre de 1,5% en 2015 et 1,7% en 2016. En ce qui concerne les Etats-Unis, le FMI anticipe un taux de croissance de 2,5% pour 2015 et 3% pour 2016. Eu égard aux taux communiqués lors du RPM du mois de juin, les prévisions de croissance de l'économie américaine ont été revues à la baisse (3,1% était prévu pour 2015 et 2016), alors que celles de la zone euro n'ont pas connues des changements importants (1,5% en 2015 et 1,6% en 2016 étaient prévus).

Les incertitudes planant sur l'évolution de l'activité économique mondiale sont restées quasiment inchangées et demeurent globalement orientées à la baisse. En effet, la hausse de la volatilité sur les marchés financiers est considérée de plus en plus comme l'un des risques les plus importants sur les perspectives

de la croissance. D'une part, un éventuel affaiblissement de l'activité en Chine pourrait accentuer davantage les perturbations sur le marché financier chinois et se propager par effets de contagion aux autres places financières internationales. D'autre part, bien que la crise Grecque n'ait eu que des effets limités sur les autres pays de la zone euro en raison de la restructuration de sa dette et de l'action des institutions européennes et du FMI, les hausses des rendements des obligations souveraines dans certains pays de la zone euro sont de nature à affaiblir les chances d'une reprise plus dynamique dans ces économies. Par ailleurs et dans le sillage du processus de normalisation de la politique monétaire, une hausse plus forte que prévu des taux américains de long terme pourrait provoquer une inversion de la modération des primes de risque, notamment dans les pays émergents. Dans le même sens, les divergences en matière de politique monétaire, les perspectives de croissance et l'évolution des positions extérieures devraient continuer à accentuer la volatilité sur les marchés de change. Enfin, les instabilités géopolitiques en Russie et en Ukraine, au Moyen-Orient et dans certains pays en Afrique pourraient conduire à une escalade des tensions et perturber davantage le commerce et les marchés financiers.

Dans ce contexte, des taux de croissance moyens pondérés pour les principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) de l'ordre de 1,6% pour 2015 et 1,9% pour 2016 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision pour les années 2015 et 2016. Comparativement au RPM du mois de juin, la prévision de l'année 2016 a été révisée à la hausse au regard des perspectives de croissance plus favorables dans la zone euro (un taux de 1,7% était prévu). À rappeler que ces taux sont calculés sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

S'agissant des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son dernier rapport sur la politique monétaire du mois de juillet, des taux compris entre 0,6% et 0,8% en 2015 et entre 1,6% et 1,9% en 2016, soit des taux similaires comparativement à ceux présentés dans le rapport du mois de mars. De son côté, la BCE prévoit, dans ses dernières projections macroéconomiques pour la zone euro, des taux d'inflation de 0,1% pour 2015 et 1,1% pour 2016, soit une révision à la baisse comparativement aux niveaux communiqués précédemment (des taux de 0,3% et 1,5% étaient prévus). À moyen terme, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro ont trait aux incertitudes entourant l'activité économique, les cours des matières premières énergétiques ainsi que les évolutions du taux de change.

Dans ces conditions et en ligne avec les dernières prévisions des institutions financières internationales, les prix à l'importation hors énergie devraient connaître une baisse en 2015, suivie par une quasi-stabilisation en 2016. Cette tendance s'expliquerait par la stabilité de l'offre à l'échelle mondiale et les perspectives de croissance modérées des pays émergents, principaux importateurs des matières premières hors énergie.

### 6.1.2 Environnement national

En ligne avec les projections présentées dans le RPM du mois de juin, les perspectives de croissance de l'économie nationale pour l'année 2015 demeurent globalement favorables. Cette orientation reflète principalement les performances exceptionnelles du secteur agricole conjuguées à un léger raffermissement de l'activité non agricole.

Ainsi, le Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime a annoncé la réalisation d'une production céréalière record en 2015 avec une récolte de 115 millions de quintaux au lieu de 110 millions de quintaux communiquée



précédemment dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire. Cette performance est due notamment à des conditions climatiques favorables marquées par un volume pluviométrique important et bien réparti dans le temps et dans l'espace. Dans ce contexte, la valeur ajoutée agricole devrait croître de 15% en 2015, après avoir connu une contraction de 2,5% durant l'année écoulée. Concernant l'année 2016, l'hypothèse retenue dans le scénario central est celle d'une campagne agricole moyenne avec une production céréalière de 70 millions de quintaux.

Pour sa part, le rythme de croissance de l'activité non agricole en 2015 devrait connaître une légère amélioration par rapport à 2014. Cette évolution serait favorisée par le redressement, quoi que modéré, de la croissance chez les principaux pays partenaires du Royaume, la modération significative des prix des matières premières énergétiques et la dynamique favorable de la demande intérieure.

En effet, la consommation finale des ménages devrait afficher un profil favorable comme en témoignent la reprise des crédits à la consommation (5,7% à fin juillet) et le redressement des transferts des MRE (5,5% à fin août). Cette orientation est également favorisée par l'amélioration attendue des revenus agricoles et le maintien du pouvoir d'achat en raison de l'évolution modérée des prix dont notamment la composante énergétique.

Concernant l'investissement privé, compte tenu des indicateurs avancés, une relative stabilisation est attendue au cours de cette année. En effet, les flux d'IDE (21,1% à fin août) et les importations en biens d'équipement hors acquisition d'avions (1,7% à fin août) laissent présager une légère reprise. Néanmoins, la poursuite de la baisse du crédit aux promoteurs immobiliers (-4,9% à fin juillet) et la contraction du rythme d'accroissement annuel du crédit à l'équipement (1,6% à fin juillet) continuent d'alimenter les incertitudes quant à la vigueur

du redressement de l'investissement privé. S'agissant de l'investissement public, au regard de l'enveloppe budgétaire programmée (5,2% du PIB) et du taux d'exécution à fin juillet (57%), sa contribution à la dynamique de l'investissement global resterait limitée.

A la lumière de l'ensemble de ces évolutions, le taux de croissance du PIB non agricole devrait s'établir en 2015 à 3,3%, soit une légère revue à la baisse comparativement au RPM du mois de juin. Cette révision est due principalement au manque de vigueur affiché par les secteurs des mines et du tourisme durant le premier trimestre de l'année en cours. S'agissant de la croissance globale en 2015, celle-ci devrait atteindre 4,6%. En 2016, sous l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne et d'une légère amélioration de la valeur ajoutée non agricole, la croissance afficherait un taux de 2,4%. Les principales incertitudes qui entourent ces prévisions ont trait notamment à l'ampleur de la reprise de la demande étrangère et aux évolutions des cours des matières premières notamment énergétiques.

Concernant le marché du travail, les derniers chiffres pointent vers un recul du taux de chômage au niveau national qui est passé de 9,3% au 2<sup>er</sup> trimestre de 2014 à 8,7% au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2015, reflétant un repli de 14,2% à 13,4% en milieu urbain et de 3,6% à 3,3% en milieu rural. Cette réalisation recouvre la création de 38 000 emplois qui ont concerné principalement les services (66 000), le BTP (16 000) et l'industrie (14 000) alors que l'agriculture, forêt et pêche ont perdu 58 000 postes.

Par ailleurs, et selon les résultats de la dernière enquête de conjoncture de BAM, les industriels tablent sur une légère amélioration de l'effectif employé dans l'ensemble des branches pour le trimestre en cours, à l'exception des industries chimiques et parachimiques qui prévoient une quasi-stagnation et de la branche textile et cuir qui anticipe une baisse de son effectif. Dans ces

conditions et tenant compte de la hausse de 5% du SMIG appliquée en juillet 2015, le scénario central de cet exercice de prévision retient l'hypothèse d'un niveau de SMIG de 13,46 DH/heure.

Enfin, les prévisions des prix du pétrole pointent toujours vers des niveaux modérés pour les années 2015 et 2016. En effet, dans son édition du mois de juillet, la Banque mondiale table sur un prix du baril de 57,5 dollars en 2015 et de 61,2 dollars en 2016. Pour sa part le FMI anticipe, dans sa mise à jour de juillet, des prix du pétrole à 58,87 dollars en 2015 et 64,22 dollars en 2016. Les incertitudes entourant ces prévisions ont globalement trait à un ajustement de l'offre des principaux pays producteurs, une reprise plus soutenue qu'anticipé de la demande mondiale ainsi qu'à une éventuelle exacerbation des tensions géopolitiques.

Par conséquent et compte tenu de ces évolutions, le prix du gasoil à la pompe devrait rester modéré sur le reste de l'horizon de prévision.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Les prévisions de l'inflation à l'horizon de six trimestres sont restées relativement stables comparativement à celles communiquées dans le Rapport sur la politique monétaire du mois de juin. A court terme, une révision à la hausse a été opérée et une inflation de 1,8% est attendue au titre du 2<sup>ème</sup> semestre de 2015, contre 1,4% prévu dans le dernier RPM. Sur l'ensemble de l'année 2015, l'inflation s'établirait en moyenne à 1,8% au lieu de 1,5% annoncé précédemment. S'agissant de l'année 2016, l'inflation devrait se situer en moyenne aux environs de 1,3%. Enfin, la prévision centrale sur l'horizon des six prochains trimestres se maintiendrait à 1,5%, soit un taux proche de celui anticipé un trimestre auparavant (1,4%).

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme les plus

probables. Cependant, il existe plusieurs sources d'incertitudes provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation prévu. L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision, représentée sous la forme d'un fan chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (voir Graphique 6.1).

Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2015 T3 –2016 T4

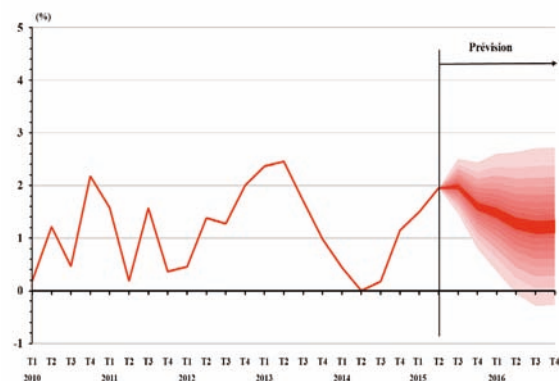
	2015		2016		Moyenne		HP*		
	T3	T4	T1	T2	2015	2016			
Prévision centrale (%)	2,0	1,6	1,5	1,3	1,2	1,2	1,8	1,3	1,5

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

Les risques entourant le scénario central de cet exercice sont globalement équilibrés en raison des incertitudes entourant la vigueur de la reprise chez les principaux pays partenaires et l'évolution des prix des matières premières énergétiques. La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (à une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2015 T3 - 2016 T4 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



(\*) Ce graphique représente l'intervalle de confiance relatif à la projection d'inflation dérivée à partir du scénario de base (rouge foncé) ; les intervalles de confiance de 10% jusqu'à 90% sont aussi reportés. Chaque addition d'intervalles de même couleur, de part et d'autre de la prévision centrale, augmente la probabilité que l'inflation se situe dans la fourchette délimitée par ces intervalles de 10%. Ainsi, si l'on considère la fourchette délimitée par le cinquième intervalle autour de la prévision centrale, ceci signifie que l'on a 50% de chance que la réalisation future se situe dans cette fourchette.

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

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

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

بنك المغرب  
بنك المغرب