



◆ RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ◆

N° 34 / 2015

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 24 mars 2015





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 24 mars 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
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	15
1.1 Production	15
1.2 Consommation	18
1.3 Investissement	20
1.4 Comptes extérieurs	21
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	23
2.1 Tensions sur les capacités de production	23
2.2 Tensions sur le marché du travail	24
3. Environnement international et prix à l'importation	26
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	26
3.2 Prix des matières premières et inflation	30
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	32
4. Conditions monétaires et prix des actifs	34
4.1 Conditions monétaires	34
4.2 Prix des actifs	41
5. Evolution récente de l'inflation	45
5.1 Evolution de l'inflation	45
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	46
5.3 Biens et services	47
5.4 Indice des prix à la production industrielle	48
5.5 Anticipations d'inflation	48
6. Perspectives de l'inflation	49
6.1 Hypothèses du Scénario de base	49
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	53

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T4 2014-T4 2015	15
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	16
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.....	17
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des transferts MRE	18
Graphique E1.1.1	: Soldes du budget	19
Graphique E1.1.2	: Recettes ordinaires.....	19
Graphique E1.1.3	: Dépenses globales	19
Graphique 1.8	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation	20
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement	20
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires	20
Graphique 1.11	: Evolution des exportations,.....	21
Graphique 1.12	: Evolution des exportations de phosphates	21
Graphique 1.13	: Evolution des ventes des secteurs automobile et textile et cuir	22
Graphique 1.14	: Evolution des importations,	22
Graphique 1.15	: Evolution des importations du pétrole brut	22
Graphique 2.1	: Output gap non agricole et celui des principaux pays partenaires	23
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.3	: Evolution du coût unitaire de production.....	23
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail	24
Graphique 2.5	: Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité	24
Graphique 2.6	: Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels	25
Graphique 2.7	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	25
Graphique 3.1	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis	26
Graphique 3.2	: Evolution du Spread LIBOR -OIS	26
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	26
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI	27
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	27
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	27
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés	28
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents	28
Graphique 3.9	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	29
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en dollars	29
Graphique 3.11	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	30
Graphique 3.12	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés	30
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	30
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	31
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'importation hors énergie en glissement trimestriel.....	32
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'importation hors énergie en glissement annuel.....	33
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement trimestriel	33
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement annuel	33
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire	34
Graphique 4.2	: Evolution des taux débiteurs	34

Graphique 4.3	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor	35
Graphique 4.4	: Variation en glissement annuel de M3	35
Graphique E 4.1.1	: Evolution de l'effet des FALB par trimestre.....	36
Graphique E 4.1.2	: Evolution de l'effet des FALB par mois.....	36
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires	36
Graphique E 4.1.4	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	36
Graphique E 4.1.5	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire	37
Graphique 4.5	: Ecart monétaire1	37
Graphique 4.6	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire	38
Graphique 4.7	: Variation en glissement annuel des composantes de M3	38
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel du crédit	38
Graphique 4.9	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit	38
Graphique 4.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	39
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes	40
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	40
Graphique 4.13	: Evolution du taux de change du dirham	41
Graphique 4.14	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham	41
Graphique 4.15	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers	41
Graphique 4.16	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers	41
Graphique 4.17	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et des crédits à l'habitat	42
Graphique 4.18	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et de l'indice boursier du secteur immobilier,	42
Graphique 4.19	: Evolution quotidienne de l'indice MASI	42
Graphique 4.20	: Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI depuis le début de l'année	43
Graphique 4.21	: Evolution de l'encours des Bons du Trésor.....	43
Graphique 4.22	: Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur	43
Graphique 4.23	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	43
Graphique 4.24	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM.....	44
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente	45
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	46
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente.....	47
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux	47
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	47
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	48
Graphique 5.9	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	48
Graphique 5.10	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	48
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2015 T1 - 2016 T2	53

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité	15
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale à fin février 2015.....	21
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage.....	24
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance	28
Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance	29
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires.....	29

Tableau 3.4	: Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde	31
Tableau 4.1	: Taux créditeurs (placements à terme)	35
Tableau 4.2	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	35
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	45
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers	46
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	46
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés	47
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services	47
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2015 T1 –2016 T2	53

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Exécution budgétaire du mois de janvier 2015	19
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	36

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 24 mars 2015

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 24 mars 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 deuxième trimestre de 2016.
3. Sur le plan international, le Conseil a noté que l'activité s'est légèrement améliorée dans la zone euro au quatrième trimestre 2014, avec une croissance de 0,9% après 0,8% un trimestre auparavant. Aux Etats-Unis, elle reste soutenue avec toutefois une légère modération de son rythme de progression à 2,4% après 2,7%. Ces évolutions se sont reflétées au niveau du marché du travail, notamment aux Etats-Unis où le taux de chômage a reculé à 5,5% en février, alors que dans la zone euro, il s'est établi à 11,2% en janvier, en légère baisse mensuelle de 0,1 point. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée en Chine et a décéléré en Inde, alors que les données du troisième trimestre indiquent une atténuation de la contraction du PIB au Brésil. En termes de perspectives, la BCE a révisé, en mars, ses projections de croissance pour la zone euro à la hausse de 0,5 point à 1,5% pour 2015 et de 0,4 point à 1,9% pour 2016. Pour sa part, la Fed a abaissé légèrement ses projections à une fourchette entre 2,3% et 2,7% pour 2015 et 2016. Sur le marché des matières premières, en dépit de l'augmentation qu'ils ont connue en février, les prix du pétrole restent en forte baisse par rapport à leur niveau de juin 2014 et devraient rester, selon les projections du FMI et de la Banque Mondiale, légèrement en deçà de \$60 le baril en moyenne en 2015. Dans ce contexte, la baisse des prix dans la zone euro s'est atténuée à -0,3% en février après -0,6%, tandis qu'aux Etats-Unis, le taux d'inflation ressort légèrement négatif en janvier après s'être établi à 0,7% un mois auparavant. S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu, lors de sa réunion du 5 mars, son taux directeur inchangé et a annoncé le début de son nouveau programme de rachat élargi qui devrait durer jusqu'à septembre 2016. De son côté, la Fed a également décidé, le 18 mars, de maintenir la fourchette cible de son taux directeur à son niveau actuel, tout en révisant l'orientation prospective de sa politique monétaire, indiquant qu'une hausse de cette fourchette reste improbable au cours de sa prochaine réunion d'avril. Au total, les projections de la croissance et de l'inflation dans les principaux pays partenaires conjuguées à celles des prix des produits énergétiques, indiquent l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.
4. Au niveau national, la croissance se situerait à 2,5% en 2014 contre 4,4% un an auparavant et devrait se renforcer en 2015 à 5%, sous les effets d'une bonne campagne agricole et de la poursuite de l'amélioration des activités non agricoles. Sur le marché du travail, le taux de chômage a enregistré sa troisième hausse annuelle consécutive en 2014, s'établissant à 9,9% après 9,2% en 2013, avec une hausse de 0,8 point en milieu urbain à 14,8%. Au total, l'output gap non agricole demeure négatif, indiquant l'absence de tensions inflationnistes émanant de la demande à moyen terme.
5. S'agissant des comptes extérieurs, après une diminution de 6,4% en 2014, le déficit commercial continue de s'alléger, enregistrant un recul de 37,2% en glissement annuel à fin février. Les importations ont accusé un repli de 15,2%, avec notamment une diminution de 45,2% de la facture énergétique. En regard, les exportations ont augmenté de 8,2%, traduisant principalement une amélioration des expéditions des phosphates et dérivés, de la construction automobile et des industries alimentaires. Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes de voyage ont accusé une baisse de 8,2% à fin février après avoir quasiment stagné en 2014, alors que les transferts des MRE ont progressé de 6,9% après une hausse de 2,3%. Sur la base de ces évolutions et sous l'hypothèse d'un prix moyen du pétrole de \$60 le baril, le déficit du compte courant devrait se situer à près de 4% du PIB en 2015 après

5,9% en 2014. Tenant compte également de l'évolution des flux nets d'IDE qui ont régressé de 15,2% après une augmentation de 7,8% en 2014, l'encours des réserves internationales nettes a atteint 182,4 milliards de dirhams à fin février ou l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services et devrait se renforcer davantage en 2015 pour terminer l'année à un niveau équivalent à plus de 6 mois d'importations.

6. En ce qui concerne les finances publiques, après un déficit de 4,9% du PIB en 2014, la situation ressort déficitaire de 13,4 milliards de dirhams à fin février 2015, en atténuation de 5,6 milliards d'une année à l'autre. Les recettes ordinaires ont reculé de 2,3%, reflétant notamment la baisse des rentrées de la TIC et de la TVA à l'importation. Pour leur part, les dépenses globales ont reculé de 10,8% sous l'effet principalement de l'allègement de 64,3% de la charge de compensation à 2,6 milliards de dirhams.
7. Sur le plan monétaire, après une augmentation de 6,6% à fin décembre 2014, l'agrégat M3 a enregistré une accélération de son rythme à 7,4% en janvier. L'écart monétaire demeure toutefois négatif laissant entrevoir l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. Pour ce qui est du crédit bancaire, il a connu une hausse de 4,3% après 2,2% en décembre 2014, et sa progression à fin 2015 devrait avoisiner 5%. Sur le marché monétaire, la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib du 16 décembre d'abaisser le taux directeur de 2,75% à 2,5% s'est traduite par une baisse du taux interbancaire de 21 points de base entre le quatrième trimestre et les deux premiers mois de 2015 à 2,51% en moyenne. Quant aux taux débiteurs, ils se sont stabilisés au cours du quatrième trimestre à 6,03%, avec des diminutions de 59 points de base pour les crédits à l'équipement et de 20 points de base pour ceux destinés à la consommation et une hausse de 11 points pour les prêts de trésorerie et immobiliers.
8. Sur le marché immobilier, après un recul en glissement annuel de 0,6% en moyenne durant les trois premiers trimestres de l'année, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est replié de 1,4% au cours du quatrième trimestre. Cette évolution traduit notamment des reculs de 1,9% des prix des biens résidentiels et de 2,7% de ceux des biens commerciaux.
9. Dans ces conditions, après s'être établie à 0,4% en 2014, l'inflation s'est accélérée à 1,5% en moyenne au cours des deux premiers mois de 2015 et sa composante sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, est passée de 1,2% à 1,3%. Par ailleurs, la baisse des prix à la production industrielle, entamée en janvier 2013, s'est accentuée au cours des derniers mois, avec un recul de 6,4% en janvier 2015 après 2,9% en moyenne en 2014.
10. Sur la base de ces données, tenant compte notamment de la hausse du SMIG entrée en vigueur en juillet 2014 et de celle devant intervenir en juillet 2015, ainsi que de la nouvelle tarification d'eau et d'électricité et abstraction faite de tout élément éventuel pouvant avoir un impact négatif, l'inflation devrait rester modérée avec une balance de risques équilibrée. Elle s'établirait à 1,4% en moyenne en 2015 et au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2016.
11. Au vu de cette prévision d'inflation, de l'amélioration attendue de l'activité et du crédit bancaire, le Conseil a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 2,5%, tout en continuant à suivre de près l'ensemble de ces évolutions.
12. Le Conseil a analysé et approuvé, après avis du Comité d'audit, les comptes de la Banque et le rapport de gestion, ainsi que l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2014.
13. Le Conseil a enfin passé en revue et approuvé le programme numismatique de l'exercice 2015.

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du quatrième trimestre 2014, la croissance s'est légèrement améliorée dans la zone euro, passant à 0,9% après 0,8% un trimestre auparavant, avec en particulier une accélération de 1,2% à 1,5% en Allemagne et de 1,6% à 2% en Espagne, alors qu'en France, elle est revenue de 0,4% à 0,2%. Dans les autres pays avancés, l'activité demeure soutenue aux Etats-Unis avec toutefois une moderation de son rythme de progression à 2,4% et une accélération au Royaume-Uni à 2,7%, tandis qu'au Japon, la contraction du PIB s'est atténuée de 1,4% à 0,7%. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée à 7,3% en Chine et a ralenti de 7,8% à 7,5% en Inde, selon les données des comptes nationaux établies avec la nouvelle année de base 2011-2012. Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage poursuit sa baisse, s'établissant à 5,5% aux Etats unis en février, contre 5,7% un mois auparavant et à 11,2% dans la zone euro en janvier après 11,3% en décembre.

Pour ce qui est de la sphère financière, les principaux indices boursiers des pays avancés ressortent en hausse avec une atténuation de leur volatilité. De même, l'indice des pays émergents MSCI EM a enregistré une augmentation de 1,6% recouvrant une hausse de 3,4% de celui de l'Inde et de 0,8% pour la Chine, ainsi qu'une contraction de 8,4% pour la Turquie. Sur le marché de la dette souveraine, les rendements des bons de Trésor à 10 ans se sont inscrits en hausse de 10 points de base à 2% aux Etats-Unis en février, alors qu'ils ressortent en baisse pour les principaux pays de la zone euro, s'établissant à 0,3% pour l'Allemagne et à 0,6% pour la France. Quant au crédit bancaire, son rythme de progression a légèrement diminué de 8,3% en janvier à 8% en février aux Etats-Unis et sa contraction dans la zone euro s'est atténuée à 0,1% en janvier après 0,5% un mois auparavant. Sur le marché des changes, l'euro continue sa dépréciation vis-à-vis du dollar, s'échangeant à 1,14 dollar en février, soit le taux le plus bas depuis novembre 2003. Quant au franc suisse, suite à la décision de la Banque Nationale Suisse du 15 janvier, d'abandonner l'arrimage fixe entre sa monnaie et l'euro, il s'est apprécié de 3,5% par rapport à l'euro. Concernant les décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu lors de sa réunion le 5 mars son taux directeur inchangé à 0,05%, tout en annonçant le début de son programme de rachats élargi pour un montant total mensuel de 60 milliards d'euros à partir du 9 mars jusqu'à septembre 2016. De son côté, la Fed a également décidé, le 18 mars, de maintenir la fourchette cible de son taux directeur à son niveau actuel, tout en révisant l'orientation prospective de sa politique monétaire, indiquant qu'une hausse de cette fourchette reste improbable au cours de sa prochaine réunion d'avril. De même, la banque centrale d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé. Dans les principaux pays émergents, la Banque centrale de Chine a abaissé, le 28 février, son taux directeur de 25 points de base et celle de la Russie a ramené, le 13 mars, son taux de 15% à 14%. En revanche, la Banque centrale du Brésil a poursuivi sa politique de resserrement des conditions monétaires en augmentant, le 4 mars, son taux de 50 points de base à 12,75%.

Sur les marchés des matières premières, le cours du Brent continuait d'osciller autour de 60\$/bbl à fin février, soit une baisse de près de 47% en glissement annuel, mais en hausse de 31% par rapport à son minimum atteint le 13 janvier 2015. Hors énergie, les indices des prix des produits agricoles et des métaux de base ont accusé en février des diminutions, en glissement annuel, de 16,2% et 6,4% respectivement. Pour les phosphates et dérivés, les prix moyens ressortent en hausse de 11,7% à 115\$/t pour le phosphate brut, de 3,2% à 400\$/t pour le TSP, et en baisse de 1,1% à 485,3\$/t pour le DAP.

Dans ces conditions, la baisse des prix s'est atténuée dans la zone euro de -0,6% à -0,3% et aux Etats-Unis, les prix ont connu un léger repli de 0,1% en janvier après une hausse de 0,7% le mois précédent. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

Au niveau national, la croissance se situerait à 2,5% en 2014 après 4,4% un an auparavant. Sur la base d'une production céréalière autour de 90 millions de quintaux, elle devrait s'accélérer à 5%, reflétant une augmentation de 10,7% de la valeur ajoutée agricole et de 4% du PIB non agricole. Sur le marché du travail, le taux de chômage s'est accru, au quatrième trimestre, de 0,2 point par rapport à la même

période de l'année 2013, s'établissant à 9,7%. Il est passé de 14,4% à 14,8% en milieu urbain et a stagné à 4% en zones rurales. Par ailleurs, selon les données de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités s'est établi à 64% en janvier en deçà de son niveau de moyen terme. Au total, l'output gap non agricole ressort négatif, indiquant l'absence de pressions inflationnistes émanant de la sphère réelle de l'économie à moyen terme.

Sur le plan des comptes extérieurs, après un allègement de 6,4% en 2014, les données de février 2015 font état d'une amélioration sensible de la balance commerciale avec une atténuation du déficit de 37,2% en glissement annuel, sous l'effet conjugué du repli de 15,2% des importations, après une quasi-stagnation à fin 2014 et de l'accroissement de 8,2% des exportations, après 7,2% à fin 2014. L'évolution des importations reflète la baisse des factures énergétique et alimentaire de 45,2% et de 26,5% respectivement. Quant aux exportations, leur progression reflète essentiellement la hausse de 20,4% des ventes de phosphates et dérivées, de 23,9% de la construction automobile et de 21,2% des expéditions des industries alimentaires. Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes voyages se sont contractées de 8,2% à fin février 2015, après une stagnation à fin 2014, à 57,2 milliards de dirhams, tandis que les transferts des MRE, après s'être amélioré de 2,3% en 2014 à 59,2 milliards de dirhams, ont augmenté de 6,9%. Sur la base de l'ensemble de ces éléments et sous l'hypothèse d'un prix moyen du pétrole autour de 60\$ le baril, le déficit du compte courant en 2015 devrait s'alléger à près de 4% du PIB contre 5,9% en 2014. Tenant compte également de l'évolution des flux nets des IDE qui ont accusé une baisse de 15,2% après une augmentation de 7,8% en 2014, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 182,4 milliards de dirhams à fin février, en amélioration de 20,6% en glissement annuel.

Sur le volet des finances publiques, après une légère atténuation du déficit budgétaire à 44,9 milliards de dirhams en 2014 ou 4,9% du PIB, les opérations du Trésor se sont soldées en janvier 2015 par un excédent budgétaire de 3,8 milliards au lieu d'un déficit de 650 millions un an auparavant. Cette amélioration est attribuable principalement au solde positif des comptes spéciaux du Trésor qui est passé de 7,4 milliards à 11,2 milliards, dont 1,6 milliard de dirhams au titre de la contribution libératoire sur les avoirs détenus à l'étranger. Les recettes ordinaires ont enregistré une baisse de 9,6%, incorporant une réduction du produit fiscal de 1,8%, imputable principalement au recul des impôts indirects, et les dépenses globales ont marqué une baisse de 9%, avec un repli de 64,6% de la charge de compensation, de 7,2% de la masse salariale et de 6,7% des dépenses d'investissement.

Pour ce qui est de la sphère monétaire, en dépit de l'accélération du rythme de progression de l'agrégat M3 de 5,8% en moyenne au cours du quatrième trimestre à 7,4% en janvier, l'écart monétaire demeure négatif, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. S'agissant du crédit bancaire, il s'est inscrit en hausse de 4,3% après 3,7% en moyenne, traduisant une accélération du rythme d'accroissement de l'ensemble de ses catégories, à l'exception des prêts à l'équipement qui ont décéléré de 5,4% à 3,9%. Quant aux créances en souffrance, leur rythme de croissance est revenu de 22,7% au quatrième trimestre à 16,7% en janvier et leur ratio au crédit bancaire s'est stabilisé à 6,9%. En termes de perspectives, le rythme de progression du crédit bancaire devrait avoisiner 5% à fin 2015. S'agissant de la liquidité bancaire, elle a été impactée négativement de 400 millions de dirhams en raison des opérations du Trésor qui ont été partiellement compensées par la baisse de la circulation de la monnaie fiduciaire. Dans ces conditions, l'encours des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établi à 43 milliards de dirhams au 26 février, contre 41,9 milliards enregistrés à la fin de l'année précédente. Sur le marché monétaire, le taux interbancaire s'est inscrit en diminution de 21 points de base entre le quatrième trimestre et les deux premiers mois de 2015 à 2,51%, suite à la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib du 16 décembre d'abaisser le taux directeur de 2,75% à 2,50%. En ce qui concerne les taux débiteurs, ils sont restés stables à 6,03% au cours du quatrième trimestre 2014, résultat d'une baisse des taux appliqués aux crédits à l'équipement et à la consommation et d'une hausse de ceux assortissant les crédits de trésorerie et immobilier. Quant aux taux créditeurs, ils se sont établis en moyenne à 3,81% au quatrième trimestre 2014, quasiment inchangé par rapport au trimestre précédent, recouvrant une

hausse des taux appliqués sur les dépôts à 12 mois et une baisse de ceux à 6 mois. En ce qui concerne le taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié, au quatrième trimestre 2014 de 0,45% en termes nominaux et de 1,3% en termes réels.

Au niveau du marché des actifs, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est inscrit au quatrième trimestre en baisse de 1,4%, en glissement annuel, après celle de 0,6% en moyenne durant les trois premiers trimestres de l'année. Cette diminution reflète la régression de 1,9% des prix des biens résidentiels et de 2,7% des biens commerciaux, alors que les prix du foncier sont restés stables. Sur le marché boursier, le MASI poursuit sa tendance haussière entamée depuis le deuxième semestre de 2013, avec une hausse de 8,7% depuis le début de l'année. Quant au volume des transactions durant les deux premiers mois de 2015, il est resté faible, s'établissant à 6,7 milliards contre 5,5 milliards en 2014.

Dans ce contexte, l'inflation mesurée, par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation, est demeurée modérée, avec toutefois une hausse prix observée à partir du quatrième trimestre. Elle s'est ainsi établie à 1,5% en moyenne sur les deux premiers mois de 2015 après 1,1% au quatrième trimestre. Cette évolution reflétant principalement le retournement de la tendance de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils, passant de -2,4% à 2,4%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est établie à 1,3% en janvier et février après 1,2% au quatrième trimestre, avec une accélération des prix de 0,9% à 1,1% pour les biens non échangeables et de 1,5% à 1,6% pour les biens échangeables.

Sur la base de l'ensemble de ces évolutions et tenant compte de l'effet de la hausse du SMIG entrée en vigueur en juillet 2014 et de celle devant intervenir en juillet 2015, et d'autre part de la nouvelle tarification d'eau et d'électricité, ainsi que de l'évolution prévue des cours des produits pétroliers, l'inflation devrait rester modérée avec une balance des risques équilibrée. Elle s'établirait en moyenne à 1,4% en 2015 et au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2016.

بنك المغرب
بنك المغرب

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

Au quatrième trimestre 2014, la croissance nationale se serait établie à 2,4%, recouvrant une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3,2% du PIB non agricole. Sur l'ensemble de l'année 2014, la progression du PIB aurait ainsi décéléré de 4,4% à 2,5%, résultat d'un retrait de 2,1% de la valeur ajoutée agricole. Les activités non agricoles se seraient, toutefois, consolidées de 3,2%. L'année 2015 serait marquée par une nette amélioration de l'activité agricole. De même, le regain en dynamisme du secteur non agricole, entamé au deuxième trimestre de l'année précédente, devrait se poursuivre. Du côté de la demande, sa composante intérieure devrait se raffermir, à la faveur de la consolidation de l'activité. En particulier, la consommation finale des ménages devrait bénéficier de la hausse des revenus agricoles et de l'accroissement modéré des prix à la consommation. L'évolution de l'investissement serait, toutefois, largement dépendante de la perception des opérateurs privés de la conjoncture économique et de l'orientation de la politique budgétaire. Pour sa part, la demande extérieure poursuivrait sa contribution positive à la croissance nationale. En somme, cette dernière s'inscrirait en accélération à 5%, un taux révisé à la hausse par rapport aux dernières prévisions de la Banque, en relation notamment avec une production céréalière supérieure à la moyenne. Ces projections restent, néanmoins, empreintes d'incertitudes liées aux perspectives de croissance des pays partenaires ainsi qu'aux cours mondiaux des matières premières.

1.1 Production

Au troisième trimestre 2014, la croissance du PIB s'est située à 2,9%, contre 4,1% une année auparavant, recouvrant une baisse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 3,6% du PIB non agricole.

Au quatrième trimestre 2014, l'activité nationale aurait progressé de 2,4%, avec une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3,2% du PIB non agricole. Sur l'ensemble de l'année, la croissance aurait ralenti à 2,5%, sous l'effet d'une contribution négative du secteur agricole alors que les activités non agricoles auraient connu une relative accélération de leur croissance à 3,2% contre 2,3% en 2013.

Pour 2015, les évolutions récentes laissent augurer une accélération de la croissance nationale au premier trimestre. La progression du PIB serait, ainsi, portée par une participation positive des activités agricoles ainsi qu'une poursuite de la consolidation de celles non agricoles.

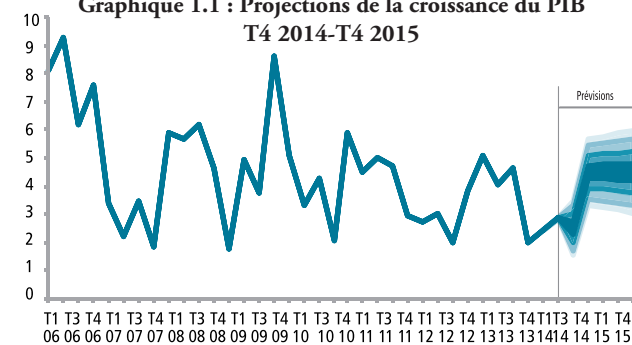
Au niveau du secteur primaire, les indicateurs disponibles de l'activité agricole font état de conditions climatiques globalement favorables au titre de la campagne agricole 2014-2015. En effet, la situation du couvert végétal s'est nettement améliorée dans la majorité des régions agricoles par rapport à la campagne précédente.

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité, en % (en glissement annuel)

Branches d'activités	2013				2014				2015	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1 _p	T1 _p
Agriculture	15,8	20,2	18,7	21,2	-1,8	-2,0	-1,6	-2,0	11,0	
VA non agricole	1,8	2,6	1,5	2,0	2,6	3,1	3,7	3,3	3,7	
Industrie extractive	-3,5	1,7	-2,9	-6,6	6,4	6,8	20,6	0,4	5,4	
Industrie de transformation	0,6	1,1	-0,7	2,3	0,9	1,3	3,0	2,0	2,4	
Electricité et eau	-4,8	-1,1	1,7	5,8	3,8	5,0	2,1	1,9	3,8	
Bâtiment et travaux publics	-2,7	-1,3	3,8	6,0	0,3	0,2	0,5	0,9	1,2	
Commerce	0,2	1,6	1,0	1,9	1,4	1,7	1,7	1,6	1,7	
Hôtels et restaurants	5,4	6,2	3,2	3,7	6,5	3,9	0,5	-1,1	0,8	
Transports	-0,3	3,0	3,3	2,9	5,0	5,6	3,2	3,3	3,3	
Postes et télécommunications	5,9	3,2	1,4	1,4	4,9	7,0	6,5	7,0	5,5	
Administration publique générale et sécurité sociale	6,0	6,0	1,7	0,0	2,6	2,2	2,0	3,0	3,5	
Autres services*	3,1	3,3	2,6	2,7	4,0	4,2	4,4	4,5	4,6	
Impôts sur les produits nets des subventions	5,1	6,4	6,8	5,8	2,7	3,7	2,6	2,6	3,0	
PIB hors agriculture	2,1	2,9	2,0	2,3	2,6	3,1	3,6	3,2	3,6	
Produit intérieur brut	3,8	5,0	4,1	4,6	2,0	2,4	2,9	2,4	4,7	

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

Graphique 1.1 : Projections de la croissance du PIB T4 2014-T4 2015



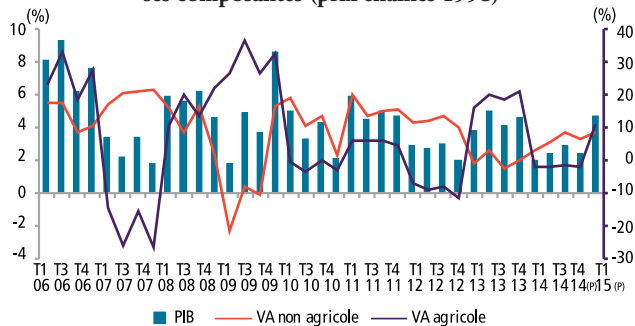
Sources : HCP et prévisions de BAM.

En outre, le cumul pluviométrique au 20 février 2015 a progressé de 78,6% comparativement à la même période de 2014, portant ainsi le taux de remplissage des barrages à usages agricoles à 74,7%, contre 70,2%. Dans ces conditions, la production céréalière devrait avoisiner 90 millions de quintaux. Pour ce qui est de l'activité de la pêche côtière et artisanale, le volume commercialisé au mois de janvier 2015 a baissé de près de 4%, reflétant un repli de 7% des débarquements des poissons pélagiques.

S'agissant des activités secondaires, la progression de la valeur ajoutée des industries extractives serait revenue à 0,4% au quatrième trimestre 2014, résultat de la baisse de 3,6% de la production marchande de phosphate brut, après une hausse de 6,9% un trimestre auparavant. De même, les ventes, aussi bien locales qu'à l'étranger, se sont repliées de 3,1% et 4% respectivement. Au premier trimestre 2015, l'industrie minière devrait connaître un accroissement de 5,4% de sa valeur ajoutée. En effet, les données des échanges extérieurs relatives au mois de janvier 2015 indiquent une hausse de 22,3% de la valeur des exportations de phosphates, contre une régression de 30,5% à la même période une année auparavant. Sur le même registre, les cours internationaux du phosphate brut ont poursuivi leur hausse entamée en novembre 2014, avec un taux de 12,1% en moyenne sur les deux premiers mois de 2015 et ce, parallèlement à une dépréciation du dirham par rapport au dollar.

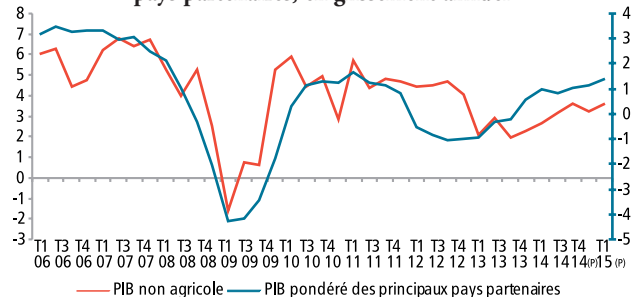
De son côté, la croissance de la valeur ajoutée des industries manufacturières aurait ralenti à 2% au quatrième trimestre 2014 et devrait s'établir à 2,4% au premier trimestre 2015. Les ventes d'électricité à haute et moyenne tensions, destinées principalement aux industriels, ont stagné au quatrième trimestre après avoir progressé de 4,7% au troisième trimestre 2014. En plus, les données à fin février 2015 font ressortir une poursuite de la hausse des exportations du secteur automobile de

Graphique 1.2 : Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes (prix chaînés 1998)



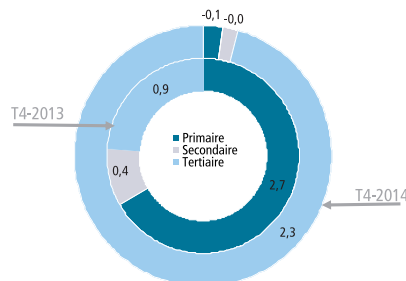
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

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.

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.

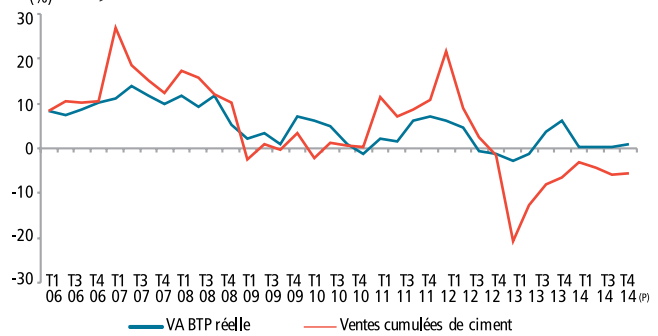
10,1% ainsi qu'un renforcement de 7% et 10,4% de celles du textile et de l'agro-alimentaire, respectivement. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est quasiment stabilisé à 64% entre décembre 2014 et janvier 2015, contre un taux moyen de 69% sur l'ensemble de l'année 2014. Relativement aux perspectives à court terme, les industriels s'attendent à une amélioration de la production et des ventes.

Pour ce qui est de la branche « électricité et eau », sa valeur ajoutée se serait accrue de 1,9% au quatrième trimestre 2014 et devrait connaître une accélération de son rythme de progression à 3,8% au premier trimestre 2015. La décélération observée au quatrième trimestre serait imputable à une baisse de 4,6% de la production nette locale de l'ONEE, après une légère hausse de 0,5% au troisième trimestre, et ce, parallèlement au ralentissement de la croissance des ventes totales de 4,4% à 1,2%. Au mois de janvier 2015, la production et les ventes d'électricité se sont améliorées de 8,1% et 2,1% respectivement.

L'activité du BTP aurait clôturé l'année 2014 avec un rythme de progression proche de 1%. Bien qu'en atténuation par rapport au troisième trimestre, les ventes de ciment ont poursuivi leur baisse au quatrième trimestre 2014 à un taux de 4,4%. Au premier trimestre 2015, la valeur ajoutée du secteur devrait maintenir une croissance modérée de 1,2%. En dépit d'un allègement de leur diminution d'un mois à l'autre, les crédits accordés aux promoteurs immobiliers continuent de se replier en janvier 2015, avec un taux de 3,8%, contre une augmentation de 3,1% un an auparavant. Par ailleurs, les ventes de ciments ont affiché une amélioration de 2,4% à fin février 2015.

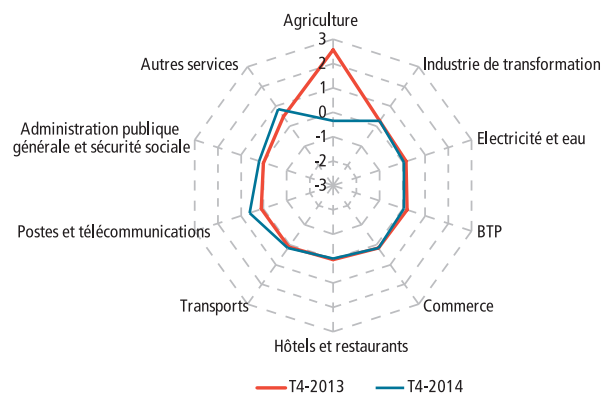
Pour ce qui est du secteur tertiaire, la valeur ajoutée des postes et télécommunication aurait crû de 7% au quatrième trimestre et son rythme de progression devrait décélérer à 5,5% au premier trimestre 2015. Les données disponibles

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.

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

indiquent une augmentation de 4% du parc de la téléphonie mobile et de 72,6% de celui d'internet au quatrième trimestre 2014.

Les valeurs ajoutées des branches du commerce et du transport, tributaires des performances des autres secteurs, auraient conservé des rythmes de progression proches de celui observé au cours du troisième trimestre 2014.

En parallèle, la valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » aurait reculé de 1,1% au quatrième trimestre 2014, après une hausse modérée de 0,5% un trimestre auparavant. En effet, le taux d'occupation est revenu de 45% à 40% d'un trimestre à l'autre. Les nuitées et les arrivées aux postes frontières ont diminué de 4,4% et de 4,6%, après des hausses respectives de 1,3% et 2,4% un trimestre auparavant.

Pour le premier trimestre 2015, les éléments disponibles indiquent une poursuite de l'atonie des activités touristiques. A fin février 2015, les recettes voyages ont baissé de 8,2% après un léger recul de 0,5% une année auparavant.

Au total, la croissance nationale au titre de l'année 2014 aurait décéléré à 2,5%, résultat d'un retrait de 2,1% de la valeur ajoutée agricole. L'activité non agricole se serait, toutefois, raffermie, de près de 3,2%.

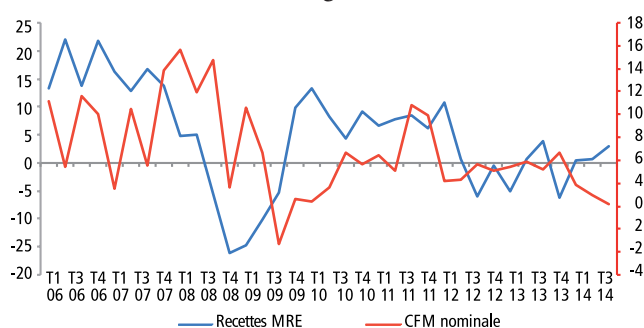
Tenant compte d'une production céréalière de 90 millions de quintaux, largement supérieure à la moyenne (70 millions de qx), les prévisions de croissance au titre de 2015 ont été révisées à la hausse comparativement à celles communiquées au dernier rapport sur la politique monétaire. La croissance du PIB devrait, en effet, s'accélérer à 5%, consécutivement à une amélioration de 10,7% de la valeur ajoutée agricole et à un renforcement de 4% du PIB non agricole. Le degré de consolidation des activités non agricoles reste, néanmoins, empreint d'incertitudes. Les perspectives de croissance des pays partenaires, le renchérissement du dollar ainsi que l'évolution des cours mondiaux des matières premières constituent des sources conséquentes de risques pour l'exercice de prévision.

1.2 Consommation

La croissance de la consommation finale nationale a maintenu son ralentissement amorcé au début de 2014. La consommation des ménages a, en effet, progressé de 2,1% au troisième trimestre, contre 3,2% un an auparavant, et aurait affiché une croissance similaire au quatrième trimestre. En 2015, elle devrait regagner en dynamisme, bénéficiant notamment de l'amélioration attendue des revenus et d'un niveau modéré de l'inflation.

L'évolution récente des indicateurs disponibles corroborent la tendance prévue au quatrième trimestre 2014. En effet, le taux de chômage a marqué une hausse de 0,2 point, passant en une année de 9,5% à 9,7%. Dans la même lignée, les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages révèlent une poursuite de

Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des transferts MRE, en %

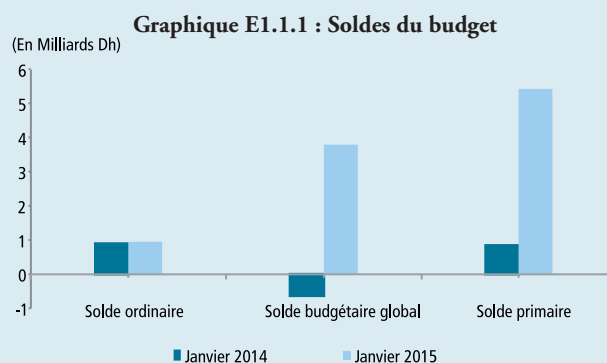


Sources : HCR, Office des changes et calculs BAM.

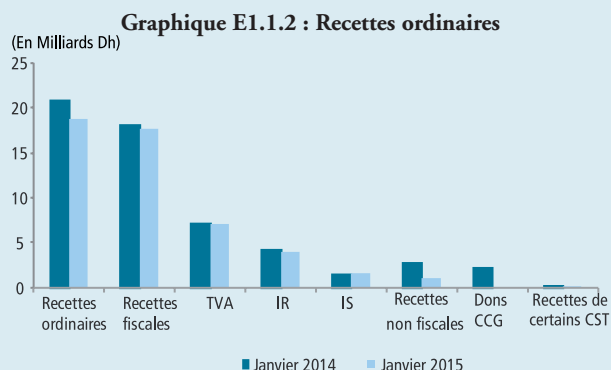
Encadré 1.1 : Exécution budgétaire du mois de janvier 2015

Les opérations du Trésor au titre du mois de janvier 2015 se sont soldées par un excédent budgétaire de 3,8 milliards au lieu d'un déficit de 650 millions un an auparavant. Cette amélioration est attribuable principalement au solde positif des comptes spéciaux du Trésor qui est passé de 7,4 milliards à 11,2 milliards en liaison notamment avec l'encaissement de 1,6 milliard de recettes au titre de la contribution libératoire sur les avoirs et liquidités détenus à l'étranger, comptabilisées dans le Fonds d'appui à la cohésion sociale. Les recettes ordinaires ont enregistré une baisse importante, incorporant un affaiblissement du produit fiscal en raison principalement du retrait des impôts indirects. De même, les dépenses globales ont marqué une réduction, consécutivement aux replis des dépenses de compensation, de la masse salariale et des investissements. Pour sa part, le solde ordinaire est ressorti positif à 930 millions, soit quasiment le même niveau qu'en janvier 2014.

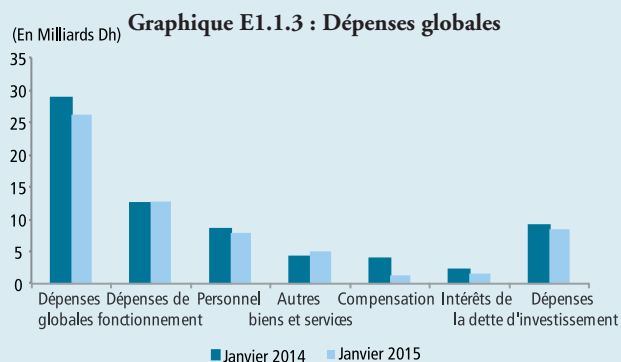
D'un total de 18,8 milliards, les recettes ordinaires ont enregistré un repli de 9,6% par rapport à janvier 2014, résultat de la diminution de 1,8% des recettes fiscales à 17,6 milliards et de 59,2% de celles non fiscales à 1,1 milliard. Ce retrait est imputable aux impôts indirects, à l'IR et aux dons du CCG. En effet, les recettes des impôts indirects ont baissé de 5,3% à 8,8 milliards de dirhams recouvrant des évolutions contrastées au niveau de la TVA et de la TIC. Le produit de la TVA a augmenté de 1,3% à 7,2 milliards, recouvrant une diminution de 9% à 3,3 milliards de la TVA sur les importations et une amélioration de 12,3% à 3,8 milliards de celle à l'intérieur. De son côté, la TIC a connu une régression de 26,8%, procurant 1,6 milliard, reflétant le déclin de 40,6% du produit de la TIC sur les produits énergétiques à 859 millions. En revanche, le produit des impôts directs a été quasi-stable à 5,7 milliards, recouvrant principalement l'accroissement de 12,3% des recettes de l'IS à 1,6 milliard et la baisse de 4,6% des rentrées de l'IR à près de 4 milliards. Cette dernière baisse est imputable notamment à la diminution de 33,7% de l'IR sur les profits immobiliers et de 16,9% de l'IR sur les traitements des fonctionnaires servis par la TGR. Pour ce qui est des droits de douane, ils ont procuré une recette de 631 millions, en hausse de 3,2%, tandis que les droits d'enregistrement et de timbre se sont renforcés de 6,5% à 2,6 milliards.



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



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



En parallèle, les dépenses globales, d'un montant de 26,2 milliards de dirhams, ont été en réduction de 9%, reflétant la baisse de 6,7% des dépenses d'investissement à 8,3 milliards et de 10,1% des dépenses ordinaires à 17,9 milliards, la charge de compensation ayant été en repli de 64,6% à 1,4 milliard. Les dépenses de fonctionnement se sont, par ailleurs, alourdies de 2,3% à 12,7 milliards, imputable aux charges au titre des autres biens et services qui ont augmenté de 21,9% à 4,9 milliards, les dépenses de personnel ayant accusé une baisse de 7,2% à 7,8 milliards. Quant aux charges en intérêts de la dette, elles ont progressé de 9,3% à 1,7 milliard, recouvrant une hausse de 12,2% à 1,5 milliard des intérêts sur la dette intérieure et une baisse de 13,4% à 149 millions de ceux sur la dette extérieure.

Compte tenu du remboursement des arriérés de paiement pour un montant de 650 millions, ramenant le stock à fin janvier 2015 à 12,8 milliards, le Trésor a dégagé un excédent de financement de 3,1 milliards au lieu d'un besoin de 2 milliards en janvier 2014. Cet excédent a permis au Trésor de se désendetter de l'intérieur d'un montant de 2,7 milliards, contre 2,4 milliards levés en janvier 2014, le flux net extérieur ayant été négatif de 416 millions.

la tendance baissière de l'indice de confiance des ménages, en recul de 1,5 point par rapport au troisième trimestre de 2014 et de 2,6 points comparativement à son niveau un an plus tôt. En janvier 2015, les données relatives aux crédits bancaires montrent une amélioration de ceux destinés à la consommation de 10,3%, contre 0,7% un an auparavant. Pour ce qui est de la consommation des administrations publiques, sa croissance s'est stabilisée à 2,9% depuis le quatrième trimestre 2013. Au quatrième trimestre 2014, les dépenses de fonctionnement ont reculé de 2,7%, contre une baisse de 4,2% un an auparavant. Elles ont, toutefois, enregistré une progression de 2,3% en janvier 2015.

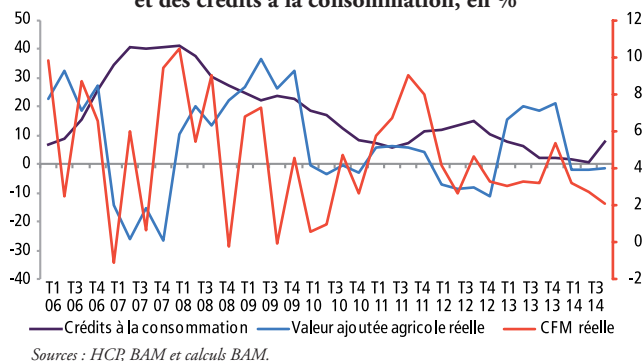
1.3 Investissement

L'investissement a crû de 1,6% au troisième trimestre 2014, après une baisse de 0,6% un trimestre auparavant, et aurait conservé une croissance modérée au quatrième trimestre. Au premier trimestre 2015, l'investissement devrait reprendre son dynamisme, soutenu par des perspectives favorables de l'activité. Les prévisions sont, toutefois, entourées, d'importantes incertitudes, en relation notamment avec l'orientation de l'investissement public global, le degré de consolidation de l'activité de construction et la réévaluation des stocks.

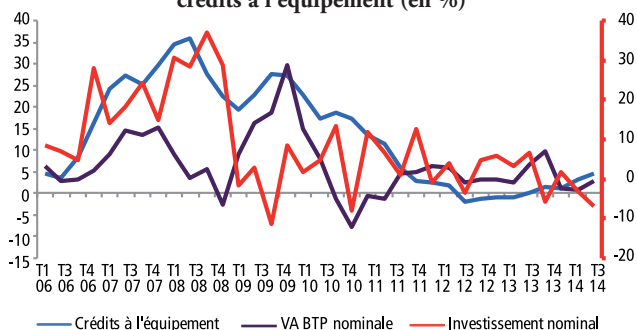
Les données disponibles indiquent, en effet, des évolutions contrastées. Les importations de biens d'équipement ont quasiment stagné à fin février 2015, contre une baisse de 1,4% un an auparavant, tandis que les entrées des investissements directs étrangers se sont repliées de 13,9% après une diminution de 56,2%. Les crédits à l'équipement ont, quant à eux, progressé de 3,9%, contre 0,9% à la même période de 2014.

L'investissement dans le secteur du BTP n'affiche toujours pas de signes tangibles de rétablissement. En effet, malgré une certaine atténuation d'un mois à l'autre, le recul des crédits accordés aux promoteurs immobiliers s'est poursuivi en janvier 2015, avec un taux de 3,8% contre une hausse de 3,1% à la même

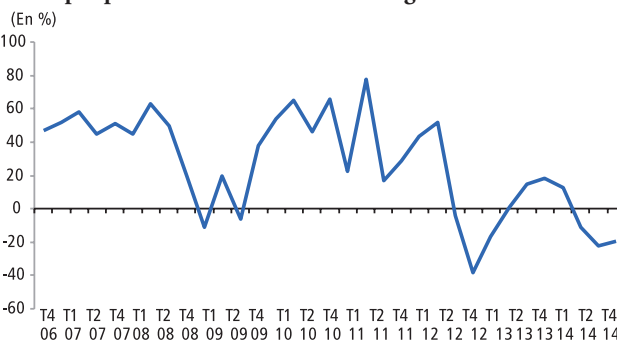
Graphique 1.8 : Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation, en %



Graphique 1.9 : Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement (en %)



Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires*



période un an plus tôt. Les ventes de ciment se sont, toutefois, améliorées de 2,4% à fin février 2015 contre un retrait de 9,1% à la même période de 2014.

De son côté, l'investissement dans le secteur industriel devrait s'améliorer, en ligne avec les résultats du mois de janvier 2015 de l'enquête mensuelle de conjoncture faisant ressortir des anticipations à la hausse de la production et des ventes. S'agissant des dépenses d'investissement du Trésor, elles ont marqué une régression de 6,7%, contre une hausse de 9,6% une année auparavant.

1.4 Comptes extérieurs

A fin février 2015, le déficit commercial a enregistré un allègement notable de 37,2% par rapport à la même période de 2014. Cette évolution résulte de l'effet conjugué de la baisse de 15,2% des importations à 53,6 milliards de dirhams et de l'augmentation de 8,2% des exportations à 33 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le taux de couverture s'est amélioré de 13,4 points de pourcentage à 61,7%.

Le fléchissement des importations s'explique en grande partie par la baisse de 45,2% de la facture énergétique, et dans une moindre mesure, par celle de 26,5% des achats des produits alimentaires, en particulier le blé. De même, les acquisitions de biens de consommation ont reculé de 9,7% à 9,9 milliards de dirhams, suite notamment au repli de 21,3% des importations de voiture de tourisme à 1,4 milliard de dirhams. Pour leur part, les achats de biens d'équipement ont quasiment stagné à 13,1 milliards de dirhams, comparativement à ceux de février 2014, mais compte non tenu de l'acquisition de nouveaux avions, ils affichent une diminution de 8,3%. En revanche, les achats de demi-produits ont augmenté de 2,7% à 13,2 milliards de dirhams, en relation avec la hausse de 14,4% des achats de papier et carton. De leur côté, les approvisionnements en produits bruts ont crû de 3,6% à 2,9 milliards, avec en particulier une augmentation de 29,7% des achats de soufre brut.

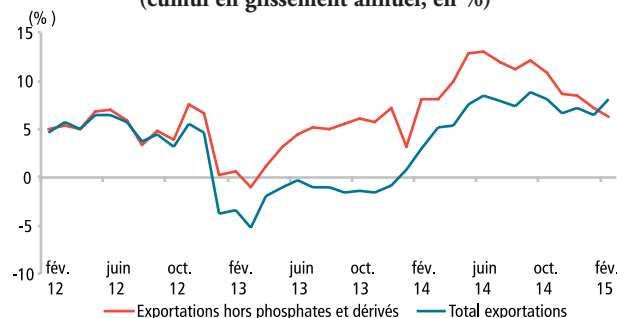
L'amélioration des exportations reflétée principalement par la bonne performance des

Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin février 2015

(En millions de dirhams)	fév.		Variation fév.		Variation fév.	
	2014	2015*	2014/2013	2015/2014	Montant	%
Exportations	30 539	33 047	1 928	6,7	2 508	8,2
Exportations de phosphates et dérivés	4 362	5 252	-1 010	-18,8	890	20,4
Exportations hors phosphates et dérivés	26 177	27 795	2 938	12,6	1 618	6,2
Automobile	6 867	7 558	2 460	55,8	691	10,1
Electronique	1 138	1 097	96	9,2	-41	-3,6
Aéronautique	1 261	1 230	13	1,0	-31	-2,5
Textile et cuir	5 429	5 809	-9	-0,2	380	7,0
Agriculture et Agro-alimentaire	6 369	7 032	62	1,0	663	10,4
Importations	63 181	53 561	4 402	7,5	-9 620	-15,2
Produits alimentaires	8 303	6 104	3 139	60,8	-2 199	-26,5
Biens de consommation	10 937	9 878	1 075	10,9	-1 059	-9,7
Produits bruts	2 857	2 960	2	0,1	103	3,6
Demi-produits	12 901	13 246	308	2,4	345	2,7
Biens d'équipement	13 134	13 141	-187	-1,4	7	0,1
Importations de produits énergétiques	15 026	8 227	46	0,3	-6 799	-45,2
Importations hors énergie	48 155	45 334	4 356	9,9	-2 821	-5,9
Déficit commercial	32 642	20 514	2 474	8,2	-12 128	-37,2

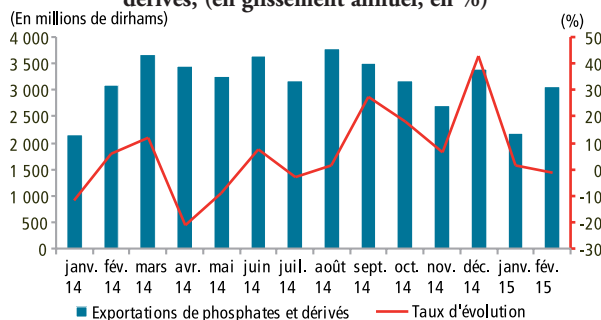
* Données préliminaires.
Source : OC.

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



Source : OC.

Graphique 1.12 : Evolution des exportations de phosphates et dérivés, (en glissement annuel, en %)



Source : OC.

expéditions des phosphates et dérivés qui se sont inscrites en hausse de 20,4% et de celle de la construction automobile, dont les ventes ont augmenté de 23,9%. Dans le même sens, les exportations du secteur agricole et agro-alimentaire se sont accrues de 10,4% à 7 milliards de dirhams, résultat d'une augmentation de 21,2% des ventes de l'industrie alimentaire et d'un recul de 4,8% des exportations des produits d'agriculture. Les livraisons du secteur du textile et cuir se sont, également, élevées à 5,8 milliards, en augmentation de 7%, suite à l'amélioration de 9,5% des expéditions des vêtements confectionnés et de 4,7% des ventes de bonneterie. En revanche, les expéditions du secteur de l'électronique se sont inscrites en baisse de 3,6% et celles de l'aéronautique de 2,5%.

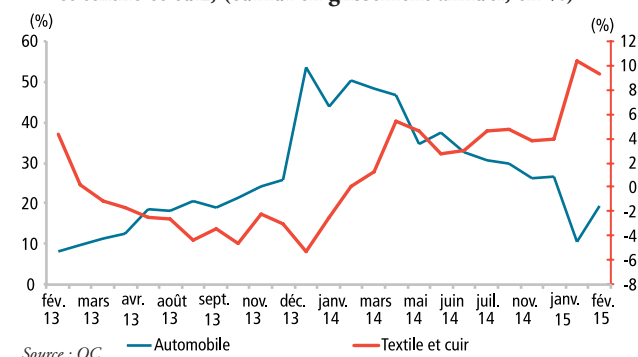
Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes de voyages ont reculé de 8,2% après avoir quasiment stagné en 2014, alors que les transferts des MRE ont progressé de 6,9%, après une hausse de 2,3% à fin 2014.

Tenant compte de ces évolutions, le déficit du compte courant à fin 2015 devrait s'alléger à près de 4% du PIB, au lieu de 4,8% prévu en décembre 2014. Cette actualisation résulte essentiellement de la révision à la baisse de l'hypothèse relative au prix du pétrole.

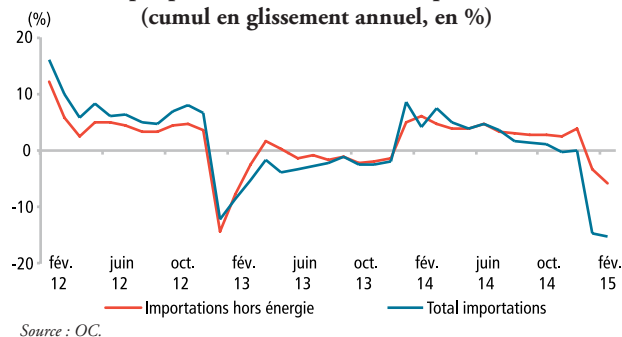
S'agissant du compte financier, le flux net au titre des IDE s'est établi à 3,4 milliards, au lieu de 4 milliards en février 2014, suite au repli des entrées d'IDE de 712 millions de dirhams plus important que celui de 97 millions au titre des sorties de même nature.

Compte tenu des autres éléments du compte financier, l'encours des réserves internationales s'est amélioré à hauteur de 20,6% en glissement annuel à 182,4 milliards de dirhams. Sous l'effet de l'atténuation du déficit courant, elles devraient s'améliorer davantage en 2015 pour atteindre l'équivalent de plus de 6 mois d'importations de biens et services.

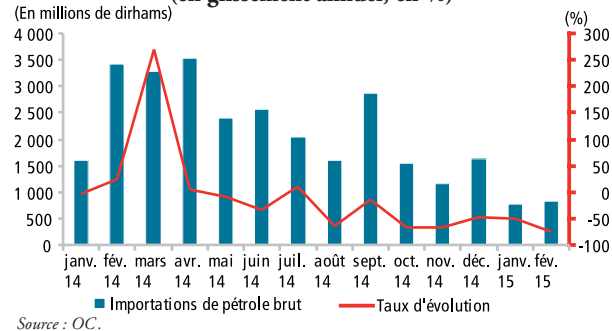
Graphique 1.13 : Evolution des ventes des secteurs automobile et textile et cuir, (cumul en glissement annuel, en %)



Graphique 1.14 : Evolution des importations, (cumul en glissement annuel, en %)



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



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

Au premier trimestre 2015, les activités non agricoles continueraient d'évoluer globalement, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, en dessous de leur potentiel. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a baissé, entre décembre 2014 et janvier 2015, d'un point à 64%. Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage a enregistré une hausse de 0,2 point à 9,7% avec une création limitée de 42.000 postes emplois contre 100.000 pendant la même période de l'année précédente. S'agissant des coûts de travail, les dernières données relatives au troisième trimestre indiquent une hausse, en glissement annuel, de 6,8% en termes nominaux et de 6,6% en termes réels de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé.

Globalement, la persistance d'une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie, conjuguée à la poursuite de la dégradation des conditions du marché de travail témoignent de l'absence de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres.

2.1 Tensions sur les capacités de production

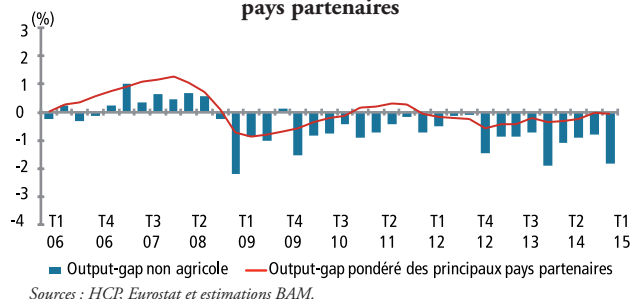
Selon les dernières estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap non agricole devrait afficher des valeurs négatives au cours du premier trimestre 2015 (Graphique 2.1), dénotant ainsi la poursuite de la modération des pressions inflationnistes.

Par ailleurs, les données de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, montrent que le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) est revenu de 65% en décembre 2014 à 64% en janvier 2015, taux inférieur à sa moyenne historique (Graphique 2.2). Cette diminution reflète celle enregistrée dans les industries chimiques et parachimiques et électriques et électroniques, alors que ce taux a marqué une amélioration dans les industries mécaniques et métallurgiques et une stagnation dans les autres branches.

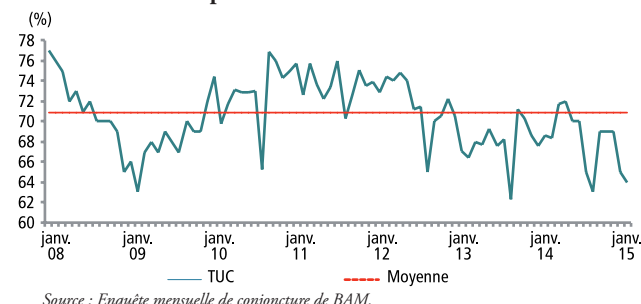
Les coûts unitaires de production auraient stagné selon 59% des industriels au cours du quatrième trimestre 2014 (Graphique 2.3). Par composante, cette évolution concernerait le niveau des salaires et les cours des matières premières hors énergie.

S'agissant de l'indice de la productivité apparente du travail des activités non agricoles, il a connu une augmentation, en glissement

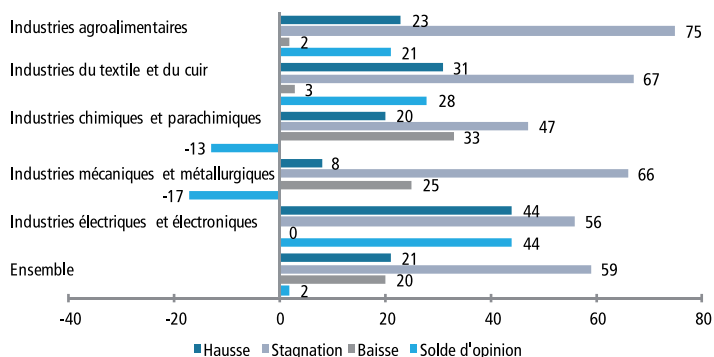
Graphique 2.1 : Output gap non agricole et celui des principaux pays partenaires



Graphique 2.2 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Graphique 2.3 : Evolution du coût unitaire de production



* 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.

annuel, de 3,3% au quatrième trimestre 2014 après 2% un an auparavant. Cette évolution s'explique par l'accélération de 2,0% à 3,4% du rythme de progression de la valeur ajoutée non agricole et la stagnation de l'emploi non agricole (Graphique 2.4).

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au cours du quatrième trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus s'est accrue de 0,6% à 11,8 millions de personnes, avec une hausse de 0,8% en milieu urbain et de 0,4% en zones rurales. Tenant compte de l'évolution démographique, le taux d'activité au niveau national a reculé de 0,4 point de pourcentage à 47,8%.

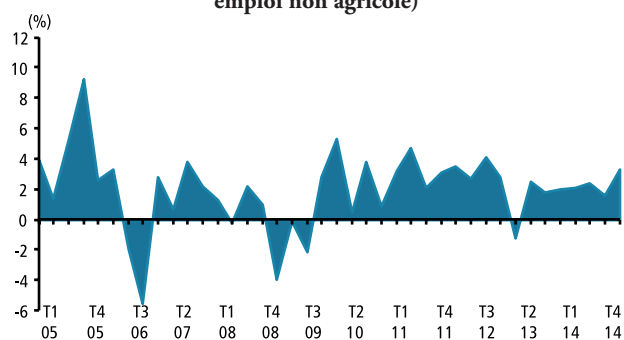
Parallèlement, 42.000 postes d'emplois ont été créés, contre 100.000 un an auparavant, dont 20.000 en milieu urbain et 22.000 en zones rurales (Graphique 2.5). Au niveau sectoriel, le secteur primaire reste le principal pourvoyeur d'emplois avec 35.000 postes, suivi par les services, avec 11.000 postes et l'industrie y compris l'artisanat, avec 4.000 postes. A l'inverse, le BTP a accusé une perte de 8.000 emplois.

Dans ces conditions, la population active occupée a enregistré une légère progression de 0,4% à 10,67 millions d'individus, contre 1% un an auparavant et le taux d'emploi est revenu de 43,6% à 43,1%, avec un recul de 0,5 point à 35,5% en milieu urbain et de 0,2 point à 55,1% en zones rurales (Tableau 2.1).

Au total, le taux de chômage s'est aggravé de 9,5% à 9,7%, résultat d'un accroissement de 0,4 point à 14,8% en milieu urbain et d'une stagnation à 4% en zones rurales. Cette détérioration a été plus marquée parmi les jeunes citoyens âgés de 25 à 34 ans avec un taux passant de 34,6% à 36,7% (Tableau 2.1).

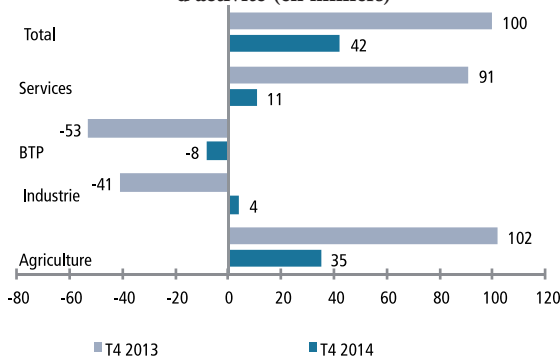
S'agissant des coûts salariaux, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a augmenté, en

Graphique 2.4 : Variation de la productivité apparente du travail, en glissement annuel (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 %	T4- 2013			T4- 2014		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Population active et emploi						
Population active ⁽¹⁾	6.222	5.519	11.741	6.273	5.543	11.816
Taux d'activité (en%) ⁽²⁾	42,1	57,6	48,2	41,6	57,4	47,8
Population active occupée	5325	5300	10.625	5345	5322	10.667
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	36,0	55,3	43,6	35,5	55,1	43,1
Chômage						
Population active en chômage	897	219	1.116	928	221	1.149
Taux de chômage (en%) ⁽⁴⁾	14,4	4,0	9,5	14,8	4,0	9,7
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	34,6	9,8	19,6	36,7	9,9	19,7
. 25 - 34 ans	19,8	3,9	13,0	21,1	3,6	13,6
. 35 - 44 ans	8,6	1,7	5,8	8,9	2,2	6,3
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	8,3	2,5	4,6	8,1	2,5	4,5
. Ayant un diplôme	18,6	9,8	16,5	19,2	9,6	17,0

(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

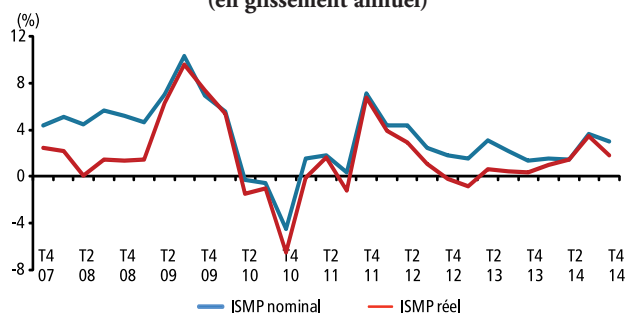
(4) Population active en chômage âgée de 15 et plus / Population active âgée de 15 ans et plus

Source : HCP.

glissement annuel, de 3,1% en termes nominaux et de 1,9% en termes réels (Graphique 2.6).

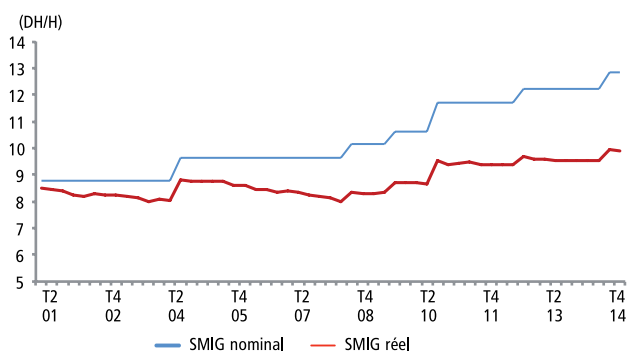
Pour sa part, le SMIG horaire a marqué une progression, en glissement annuel, de 3,8% en termes réels au dernier trimestre 2014 (Graphique 2.7).

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



Sources : CNSS et calculs BAM.

Graphique 2.7 : SMIG horaire en termes nominaux et réels



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

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

L'activité économique mondiale a été marquée, au cours du quatrième trimestre 2014, par des évolutions divergentes selon les pays. Aux Etats-Unis, la croissance a légèrement baissé d'un trimestre à l'autre, mais continue d'être vigoureuse. Elle a légèrement progressé au Royaume-Uni, alors qu'au Japon la contraction du PIB s'est atténuée. Dans la zone euro, une légère amélioration a été enregistrée, recouvrant des évolutions contrastées entre ses différents pays. S'agissant des principales économies émergentes, la croissance s'est stabilisée en Chine, alors qu'elle a ralenti en Inde. Au niveau du marché de l'emploi, le taux de chômage a baissé de 0,2 point à 5,5% aux Etats-Unis en février, alors que pour la zone euro les données restent celles de janvier et indiquent un recul à 11,2% après 11,3% un mois auparavant. Pour leur part, les marchés financiers ont été marqués par une hausse des principaux indices boursiers et une détente quasi générale des taux souverains des pays de la zone euro. Sur les marchés des matières premières, les prix ont globalement diminué, en glissement annuel, avec toutefois une importante hausse mensuelle du prix du pétrole. Dans ces conditions, le taux d'inflation est ressorti négatif aux Etats-Unis en janvier, alors qu'il a connu une atténuation de sa baisse dans la zone euro en février. Au total, ces évolutions indiquent l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

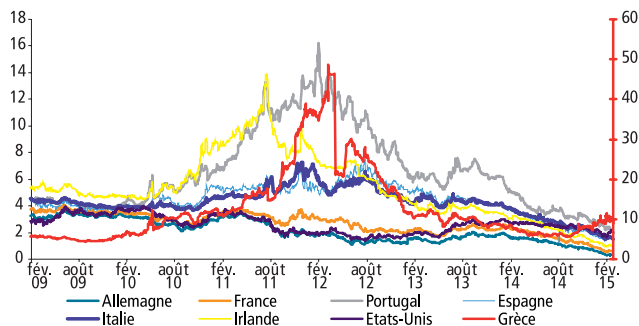
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

3.1.1 Conditions financières

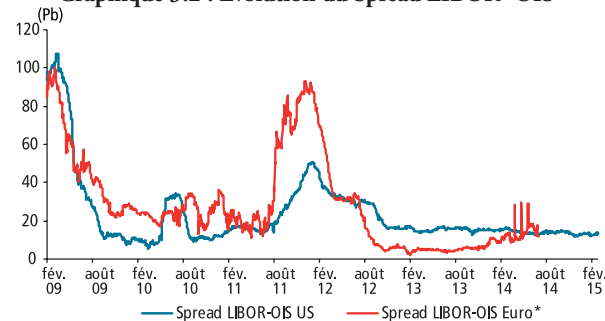
Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées sont ressortis en hausse, avec une atténuation de leur volatilité. En effet, de janvier à février, l'EUROSTOXX50 a marqué une augmentation de 7,1%, le Dow Jones Industriels de 2% et le NIKKEI 225 de 3,6%. De même, le DAX 30, le CAC 40 et le FTSE 100 ont enregistré des hausses respectives de 7,8%, de 8,3% et de 3,8%. En termes de volatilité, le VSTOXX est revenu de 26,4 points de base à 23,4 points et le VIX de 19,2 points à 16,2 points. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est accru de 1,6%, recouvrant des progressions de 3,4% du MSCI de l'Inde et de 0,8% pour celui de la Chine et une contraction de 8,4% pour celui de la Turquie.

Les marchés obligataires des pays avancés ont été marqués par des évolutions divergentes selon les pays. Ainsi, entre janvier et février, le taux de rendement à 10 ans est passé de 2,5% à 2,3% pour le Portugal et de 1,7% à 1,6% pour l'Italie, alors qu'il a stagné à 1,5% pour l'Espagne. Pour sa part, le taux de la Grèce a augmenté de 9,7% à 10%, malgré la prolongation de quatre mois du programme de financement du pays. Concernant les pays du centre de la zone euro, le taux de rendement a baissé de 0,4% à 0,3%

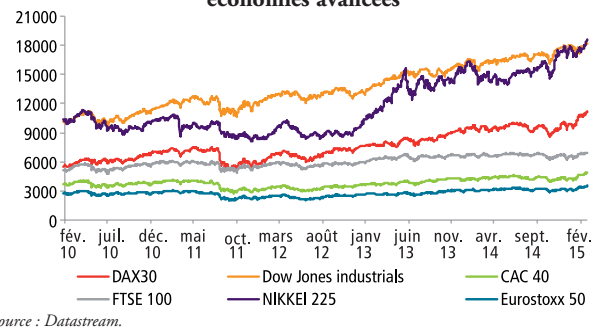
Graphique 3.1 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis (%)



Graphique 3.2 : Evolution du Spread LIBOR - OIS*



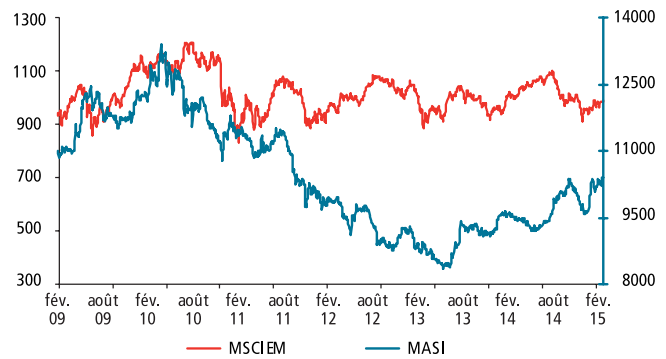
Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



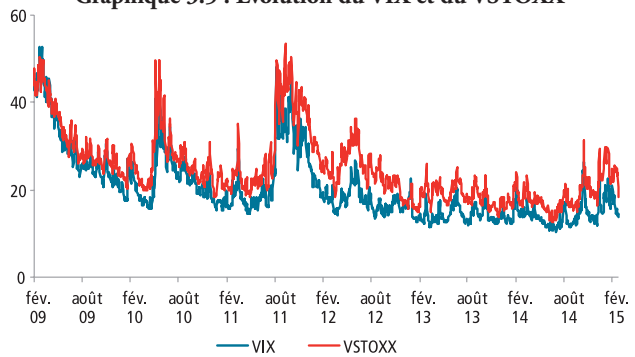
pour l'Allemagne et de 0,7% à 0,6% pour la France. De son côté, le taux des Bons du Trésor américain est passé de 1,9% en janvier à 2% en février. S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement à 10 ans a enregistré des évolutions contrastées, entre janvier et février. Il est ainsi passé de 12,3% à 12,7% pour le Brésil et de 7,2% à 7,6% pour la Turquie, tandis qu'il est revenu de 3,6% à 3,4% pour la Chine et de 7,8% à 7,7% pour l'Inde.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a diminué à 0,05% en février contre 0,06%, un mois auparavant, alors que le Libor de même maturité s'est établi à 0,26% au lieu de 0,25%. Pour sa part, le spread Libor-OIS dollar a quasiment stagné à 13 points de base. Quant au crédit bancaire, son rythme de progression a légèrement diminué de 8,3% en janvier à 8% en février aux Etats-Unis et sa contraction dans la zone euro s'est atténuée à 0,1% en janvier après 0,5% un mois auparavant.

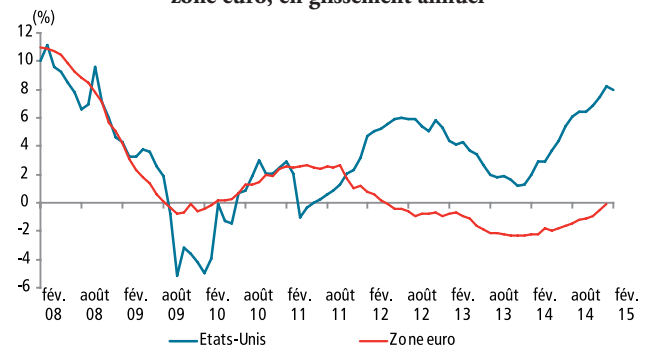
Sur les marchés de change, l'euro s'est déprécié de 2,2% par rapport au dollar à 1,14 dollar, de 3,2% contre la livre sterling et de 2% vis-à-vis du yen japonais. Quant au franc suisse, suite à la décision de la Banque Nationale Suisse du 15 janvier, d'abandonner l'arrimage fixe entre le franc et l'euro, il s'est apprécié de 3,5% par rapport à l'euro. Pour ce qui est de l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est déprécié de 6,6%, la lire turque de 5,3%, le yuan chinois de 0,5%, alors que la roupie indienne s'est appréciée de 0,2%. Concernant les décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu lors de sa réunion du 5 mars son taux directeur inchangé à 0,05%, tout en annonçant le début à partir du 9 mars de son programme de rachat qui consiste à ajouter des achats d'obligations souveraines à ses programmes en vigueur d'achats d'actifs du secteur privé, pour un montant total mensuel de 60 milliards d'euros et ce, au moins jusqu'à septembre 2016. La FED a gardé son taux directeur dans une fourchette

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.

allant de 0% à 0,25%, tout en signalant qu'il serait improbable qu'elle le relève lors de la réunion d'avril. Elle a également indiqué qu'il serait approprié de relever son taux quand elle aura observé une nouvelle amélioration du marché du travail et qu'elle sera confiante dans le retour de l'inflation vers son objectif de 2% à moyen terme. La Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur à 0,5%. S'agissant des pays émergents, la Banque centrale de Chine a abaissé, le 28 février, son taux directeur de 25 points de base pour le ramener à 5,35%. De même, la Banque centrale de Russie a abaissé, le 13 mars, son taux de 15% à 14% jugeant que la politique monétaire actuelle favorise les conditions d'un recul de l'inflation à moyen terme. En revanche, la Banque Centrale du Brésil a relevé, le 4 mars, son taux à 12,75%, poursuivant son resserrement monétaire pour lutter contre l'accélération de l'inflation.

3.1.2 Activité économique dans le monde

Les données les plus récentes de la conjoncture économique dénotent des évolutions contrastées selon les pays, recouvrant une poursuite de la vigueur de l'activité aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, une lenteur de la reprise dans la zone euro et l'essoufflement de la croissance dans les principaux pays émergents.

En effet, la croissance demeure soutenue aux Etats-Unis, bien qu'elle ait ralenti de 2,7% à 2,4% au quatrième trimestre, suite au repli des exportations et de l'investissement non résidentiel. Au Royaume-Uni, la croissance a progressé de 2,5% à 2,7%, portée par les secteurs agricole et tertiaire. De même, l'activité s'est légèrement améliorée au Japon, avec une atténuation de la contraction du PIB de 1,4% à 0,7%.

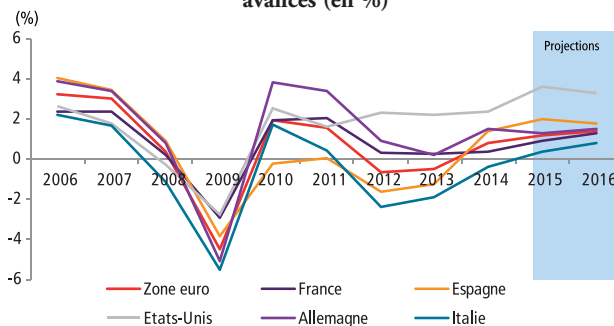
Dans la zone euro, la croissance est passée de 0,8% à 0,9%, reflétant particulièrement son amélioration de 1,2% à 1,5% en Allemagne et de 1,6% à 2% en Espagne. Par ailleurs, la contraction du PIB s'est stabilisée à 0,5% en Italie, alors qu'en France la croissance a décéléré de 0,4% à 0,2%.

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

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

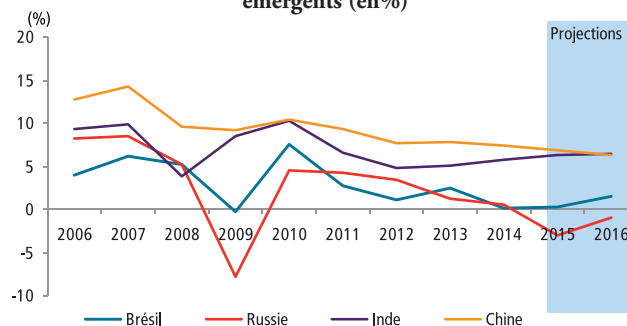
Source : Datastream.

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



Source : FMI (Prévisions de janvier 2015)

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



Source : FMI (Prévisions de janvier 2015)

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est stabilisée à 7,3% en Chine et a diminué de 7,8% à 7,5% en Inde, tandis que les données du troisième trimestre indiquent une atténuation de la baisse du PIB de 0,9% à 0,2% au Brésil, et un ralentissement de la croissance de 0,8% à 0,7% en Russie.

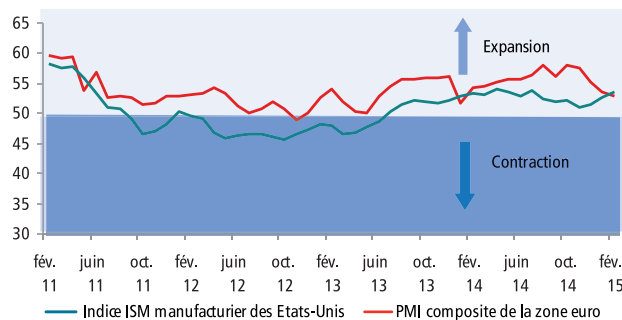
Pour leur part, les indicateurs à haute fréquence soulignent la poursuite de l'amélioration de l'activité du secteur privé dans la zone euro, l'indice PMI composite ayant augmenté pour le troisième mois consécutif, atteignant ainsi 53,3 points en février. En revanche, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a poursuivi le ralentissement entamé depuis novembre 2014, s'établissant à 52,9 points.

Dans ce contexte, le FMI, dans sa mise à jour des perspectives économiques de janvier, a revu à la baisse les prévisions de croissance mondiale à 3,5% en 2015 et à 3,7% en 2016, en raison notamment de la décélération de l'activité dans les pays émergents et en développement et dans certains principaux pays exportateurs de pétrole. Dans les pays avancés, la croissance devrait s'établir à 2,4% en 2015 et 2016, reflétant en particulier, la hausse du PIB aux Etats-Unis de 3,6% en 2015 et de 3,3% en 2016. Par ailleurs, elle devrait s'établir à 1,2% puis 1,4% dans la zone euro et à 0,6% puis 0,8% au Japon, respectivement, en 2015 et 2016. Quant aux économies émergentes et en développement, leur croissance devrait se stabiliser à 4,3% en 2015, avant d'augmenter à 4,7% en 2016, reflétant ainsi la décélération de la croissance à 6,8% et 6,3% en Chine et la contraction du PIB de 3% et 1% en Russie, respectivement en 2015 et 2016. Par ailleurs, le rythme d'accroissement du PIB devrait atteindre 6,3% et 6,5% en Inde et 0,3% et 1,5% au Brésil, pour les deux années respectivement.

3.1.3 Marché de l'emploi

En février 2015, le taux de chômage aux Etats-Unis a enregistré une baisse à 5,5% contre 5,7% un mois auparavant. Dans la zone euro, il a baissé pour le deuxième mois consécutif, s'établissant à 11,2% en janvier après 11,3% en

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	3,6	4,0	3,5	3,7	3,7	3,9
Etats-Unis	3,5	3,2	3,6	3,3	3,1	3,0
Zone euro	1,3	1,9	1,2	1,4	1,1	1,7
Allemagne	1,5	2,0	1,3	1,5	1,1	1,8
France	1,0	1,8	0,9	1,3	0,8	1,5
Italie	0,6	1,3	0,4	0,8	0,2	1,0
Espagne	2,3	2,5	2,0	1,8	1,7	1,9
Royaume Uni	2,6	2,4	2,7	2,4	2,7	2,5
Japon	1,3	1,3	0,6	0,8	0,8	1,0
Chine	7,1	6,9	6,8	6,3	7,1	6,9
Inde	6,6	7,1	6,3	6,5	6,4	6,6
Brésil	0,7	1,8	0,3	1,5	1,5	2,0
Russie	-3,5	0,2	-3,0	-1,0	0,0	1,6

Sources : Commission Européenne (février 2015), FMI (janvier 2015), OCDE (novembre 2014).

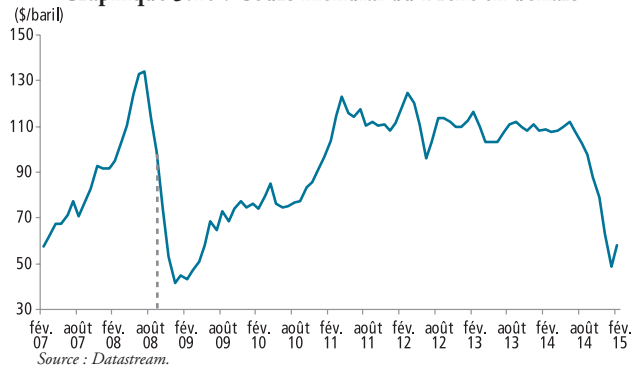
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires

	2013	2014	décembre 2014	janvier 2015	février 2015
Etats-Unis	7,4	6,2	5,6	5,7	5,5
Zone euro*	N.D	N.D	11,3	11,2	N.D
France	10,3	10,2	10,3	10,2	N.D
Italie	12,2	N.D	12,7	12,6	N.D
Allemagne	5,2	5,0	4,8	4,7	N.D
Espagne	26,1	24,5	23,6	23,4	N.D
Royaume-Uni	7,6	N.D	N.D	N.D	N.D

Zone euro* (19 pays).

Source : Eurostat.

Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars



Source : Datastream.

décembre, soit son plus bas niveau depuis avril 2012. Au niveau des pays partenaires, le taux de chômage a diminué entre décembre et janvier de 10,3% à 10,2% en France, de 4,8% à 4,7% en Allemagne, de 12,7% à 12,6% en Italie et de 23,6% à 23,4% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données pour le mois de novembre 2014 indiquent un recul du taux de chômage à 5,6% contre 5,8% en octobre.

Concernant les prévisions du marché de l'emploi à court terme, la Commission européenne dans ses projections de février 2015, a révisé globalement à la baisse les taux de chômage pour la majorité des pays avancés en 2014 et 2015 par rapport à ses projections d'automne dernier. Elle table ainsi aux Etats-Unis sur un taux de chômage de 6,2% et 5,4% respectivement en 2014 et 2015 et de 11,6% et 11,2% dans la zone euro sur la même période.

3.2 Prix des matières premières et inflation

Durant les trois derniers mois, les cours des matières premières se sont globalement orientés à la baisse en glissement annuel. Pour ce qui est de l'inflation, le taux est ressorti négatif aux Etats-Unis en janvier, alors qu'il a connu une atténuation de sa baisse dans la zone euro en février.

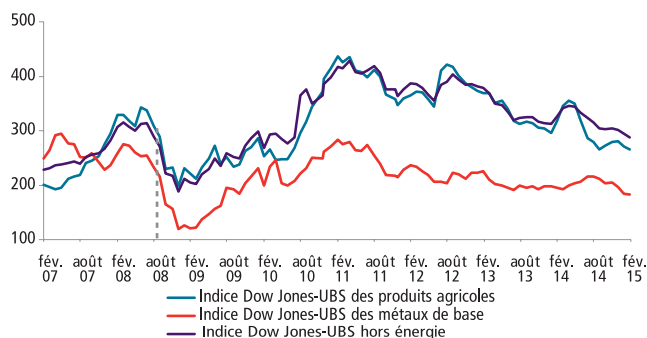
3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Durant le mois de février, le cours du Brent a enregistré une hausse mensuelle de 18,4%, s'établissant en moyenne à 57,9 dollars le baril, après 48,9 dollars un mois auparavant. Cette première augmentation après sept mois de baisses consécutives, s'explique par l'annonce du ralentissement de la production énergétique américaine. En glissement annuel, le prix du Brent ressort en recul de 46,8%, revenant de 108,8 dollars le baril à 57,9 dollars.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution du prix du pétrole¹, la Banque Mondiale a revu

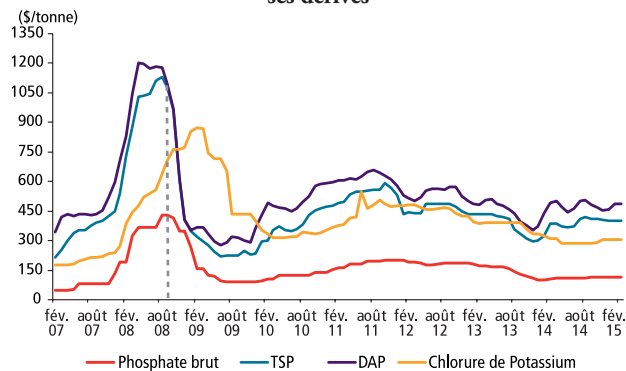
1 La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubai).

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



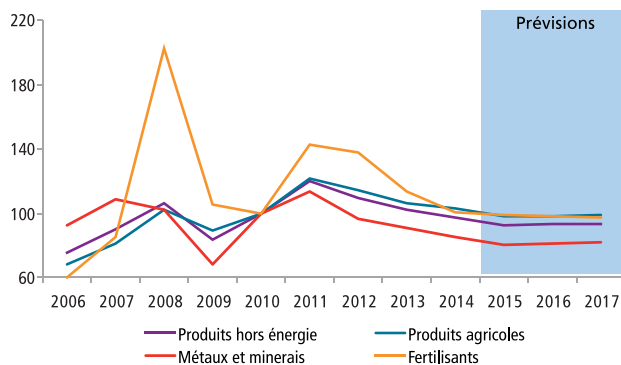
Source : Datastream.

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.

ses estimations à la baisse de 44,4% en 2015 et de 41,1% en 2016, respectivement, soit un cours à 53,2 dollars le baril en 2015 et à 56,9 dollars en 2016. De même, le FMI prévoit en 2015 sur un prix de 56,7 dollars le baril dans sa mise à jour du WEO de janvier, contre 99,36 dollars prévus dans le WEO d'octobre 2014. Pour ce qui est du cours du Brent, la Commission européenne a revu à la baisse ses prévisions à 53 dollars le baril dans son édition d'hiver, après 91 dollars prévus auparavant en 2015.

3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

S'agissant des produits hors énergie, leurs prix ont accusé, en février, un recul en glissement annuel. L'indice Dow Jones-UBS y afférent s'est ainsi replié de 11,6%, reflétant la diminution de 16,2% de l'indice des prix des produits agricoles et la baisse de 6,4% de celui des cours des métaux de base.

Sur le marché mondial du phosphate et dérivés, le prix du brut s'est établi à 115 dollars la tonne en février, inchangé pour le cinquième mois consécutif. De même, le prix du TSP est demeuré stable d'un mois à l'autre et ce, après trois mois de baisses consécutives, tandis que celui du DAP a enregistré une hausse de 0,2%, en glissement mensuel. En revanche, le cours de l'urée s'est replié de 7% en février et celui du Chlorure de Potassium a poursuivi sa légère baisse de 0,1% entamée un mois auparavant. En glissement annuel, le cours a régressé de 1,1% pour le DAP, de 1,5% pour le Chlorure de Potassium et de 13,7% pour l'urée, tandis qu'il a augmenté de 3,2% pour le TSP et de 11,7% pour le phosphate brut.

3.2.3 Inflation dans le monde

Au Japon, l'inflation s'est stabilisée en janvier à 2,4% et ce, pour le troisième mois consécutif, tandis qu'aux Etats-Unis, les prix à la consommation ont connu une baisse de 0,1% après une hausse de 0,7% un mois auparavant. Par ailleurs, selon l'Eurostat, pour le mois de

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

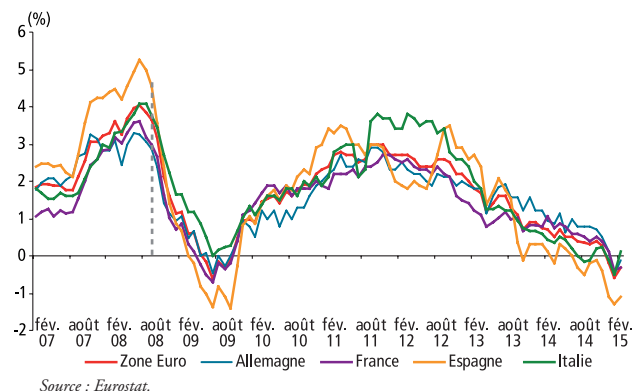


Tableau 3.4 : Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

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

Sources : FMI (octobre 2014), OCDE (novembre 2014) et Commission Européenne (février 2015)

février, la zone euro a connu une atténuation de la baisse des prix de 0,6% à 0,3%. En effet, les taux d'inflation sont passés de -0,5% à 0,1% en Italie, de -0,4% à -0,3% en France, de -0,5% à -0,1% en Allemagne et de -1,3% à -1,1% en Espagne. En ce qui concerne le Royaume-Uni, les données disponibles demeurent celles de janvier et font état d'un recul de l'inflation de 0,5% à 0,3%.

Dans les principaux pays émergents et en développement, l'inflation s'est accrue en janvier de 11,4% à 14,9% en Russie. Pour la Chine et le Brésil, les récentes données de février font ressortir une accélération de 0,8% à 1,4% et de 7,1% à 7,7%, respectivement.

Selon les prévisions du FMI dans le cadre de la mise à jour du WEO de janvier, l'inflation devrait s'établir à 1% en 2015 et à 1,5% en 2016 dans les économies avancées, alors que dans les pays émergents et en développement elle prévoit 5,7% en 2015, avant de diminuer à 5,4% en 2016. Pour sa part, la Commission européenne table dans son édition d'hiver sur une baisse des prix de 0,1% en 2015 dans la zone euro ainsi qu'aux Etats-Unis, tandis que l'inflation s'établirait à 1,3% et à 2% respectivement, en 2016.

3.3 Indice des prix à l'importation du Maroc

En glissement trimestriel, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a diminué de 1,4% en janvier 2015, après un repli de 1,5% au quatrième trimestre 2014. Cette évolution traduit l'accentuation de la baisse de l'indice des produits miniers de 0,9% à 3,5% et celle de l'indice des demi-produits de 1,3% à 2,6%, alors que les prix des produits alimentaires ont enregistré une hausse de 14%, après des reculs successifs de 8, 3% et 7,6% lors des deux derniers trimestres.

L'évolution de l'IPM des produits miniers s'explique par le repli de 3,8% du prix unitaire du soufre, après une hausse de 2,6% et la baisse

Tableau 3.6 : Evolution de l'IPM

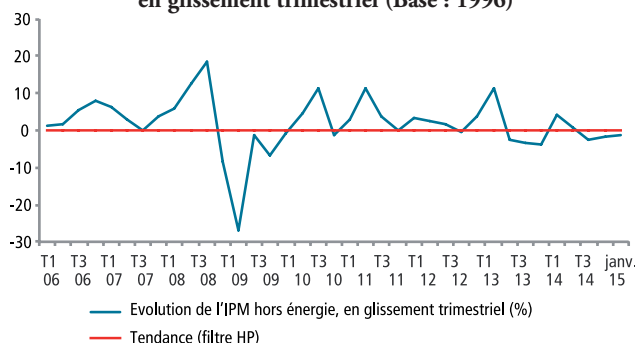
	Variation trimestrielle en %			Variation annuelle en %		
	T3 2014	T4 2014	janv-15	T3 2014	T4 2014	janv. 15
IPM des produits énergétiques	-1,8	-12,0	-21,6	-3,2	-13,2	-32,4
PUM* du pétrole brut	-2,0	-14,4	-25,9	-3,4	-14,1	-35,8
PUM du gasoil et fuel	1,2	-10,0	-19,6	-3,1	-12,5	-30,5
PUM du gaz de pétrole	-0,1	-4,0	-11,0	-2,2	-14,5	-30,3
IPM hors énergie	-2,5	-1,5	-1,4	-1,7	0,5	-3,9
IPM alimentaires	-7,6	-8,3	14,0	-13,2	-12,9	2,2
PUM du blé	-10,0	-15,5	26,4	-17,0	-23,3	3,0
PUM du maïs	-11,0	-3,7	6,0	-15,4	-4,0	-1,0
IPM miniers	1,3	-0,9	-3,5	14,8	32,5	20,7
PUM du soufre	2,0	2,6	-3,8	23,0	66,3	47,5
PUM du fer et acier	0,3	-5,6	-3,0	6,0	3,4	-3,5
IPM demi-produits	-1,9	-1,3	-2,6	13,4	7,5	-3,2
PUM des engrais naturels et chimiques	-9,8	12,9	-6,5	-6,4	6,3	-14,3
PUM des produits laminés en fer et acier	0,3	-5,6	-3,0	28,9	13,4	-0,4

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.

de 3% du prix moyen du fer et acier, après celle de 5,6%.

Pour ce qui est des demi-produits, le prix unitaire des produits laminés en fer et acier a accusé une diminution de 3% après celle de 5,6% le trimestre précédent, tandis que les prix des engrais naturels et chimiques ont enregistré une baisse de 6,5% après une hausse de 12,9%.

Quant aux produits alimentaires, le changement de tendance observé en janvier 2015 traduit les hausses de 26,4% du prix moyen à l'import du blé et de 6% de celui du maïs, après les replis enregistrés au cours des troisième et quatrième trimestres.

Concernant l'IPM des produits énergétiques, le recul de 12% enregistré au quatrième trimestre 2014 s'est accentué à 21,6% en janvier 2015. Cette tendance s'explique par la poursuite de la baisse de toutes ses composantes, en particulier le prix unitaire du pétrole brut a marqué une diminution de 25,9% après celle de 14,4%, et celui du gasoil et fuel a accusé un repli de 19,6%, après celui de 10%.

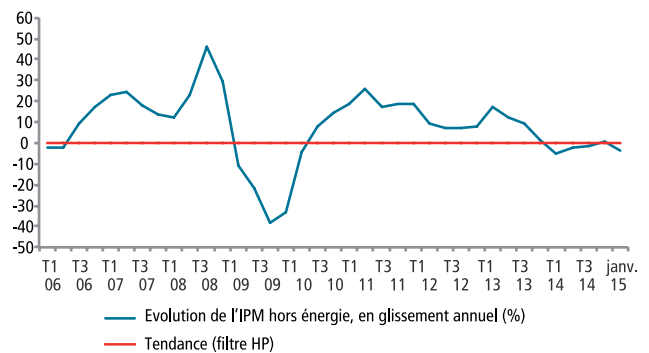
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré un recul de 3,9% en janvier 2015, après avoir quasiment stagné au quatrième trimestre 2014, en liaison principalement avec l'évolution des prix à l'import des demi-produits. L'IPM de ces derniers a diminué de 3,2% après une hausse de 7,5%, suite à une baisse des prix des engrais naturels et chimiques de 14,3% après une hausse de 6,3% et dans une moindre mesure par le repli de 0,4% des prix des produits laminés et d'acier après avoir enregistré une hausse de 13,4% au quatrième trimestre 2014.

En revanche, les prix des autres produits se sont inscrits en hausse en janvier 2015. En particulier le prix unitaire moyen du soufre a augmenté de 47,5% et celui du blé de 3% après une baisse de 23,3% au dernier trimestre de 2014.

Pour ce qui est des produits énergétiques, la tendance baissière s'est poursuivie en janvier

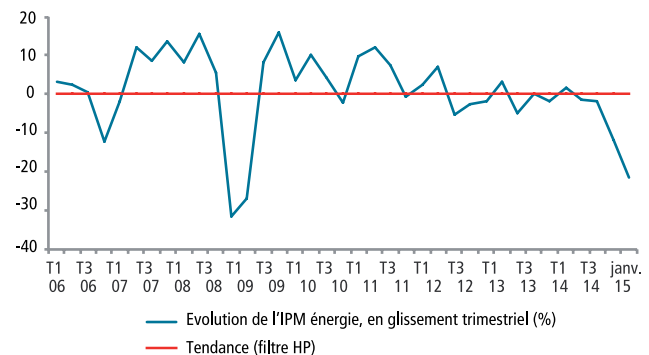
2015 avec un recul de 32,4% de l'IPM. Cette diminution a concerné tous les produits avec en particulier un recul de 35,8% du prix unitaire moyen du pétrole.

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



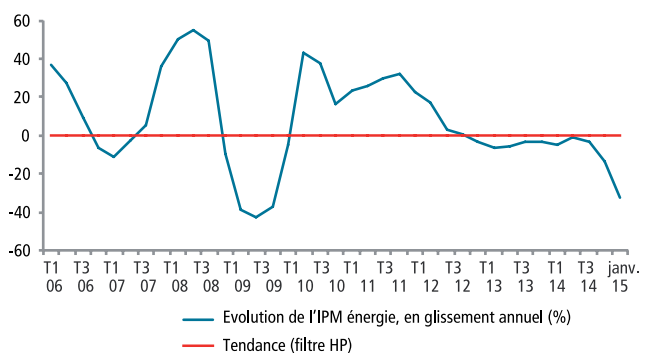
Sources : OC et calculs BAM.

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

Les dernières évolutions du marché monétaire laissent indiquer une baisse de 21 points de base du taux interbancaire par rapport au quatrième trimestre 2014, s'établissant à 2,51% en moyenne au cours des mois de janvier et février 2015. Cette évolution fait suite à la dernière décision du Conseil de la Banque, du 16 décembre 2014, d'abaisser le taux directeur de 2,75% à 2,50%. En ce qui concerne les taux débiteurs, au titre du quatrième trimestre 2014, ils sont restés stables comparativement au troisième trimestre à 6,03%, recouvrant une baisse des taux appliqués aux crédits à l'équipement et à la consommation et une hausse des taux des facilités de trésorerie et des crédits immobiliers. Quant aux taux créditeurs, ils se sont établis en moyenne à 3,81% au quatrième trimestre 2014, quasiment inchangé par rapport au trimestre précédent.

Parallèlement, le rythme de progression de l'agrégat M3 s'est accéléré de 5,8% en moyenne au quatrième trimestre 2014 à 7,4% en janvier 2015, toutefois l'écart monétaire est resté à un niveau négatif. Dans le même sens, le taux d'accroissement annuel du crédit bancaire s'est accru de 3,7% à 4,3%, reflétant l'accélération de l'ensemble de ses composantes à l'exception des prêts à l'équipement qui ont décéléré de 5,4% à 3,9%. En termes de perspectives, le rythme de progression du crédit bancaire devrait avoisiner 4,8% à fin 2015. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié, au quatrième trimestre 2014, de 0,45% en termes nominaux et de 1,3% en termes réels, comparativement au trimestre précédent.

Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont accusé une baisse de 1,4% au quatrième trimestre en glissement annuel, traduisant le repli de 1,9% des prix des biens résidentiels et de 2,7% de ceux des biens à usage commercial. Au total, ces évolutions laissent indiquer l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme émanant des conditions monétaires et des prix des actifs immobiliers.

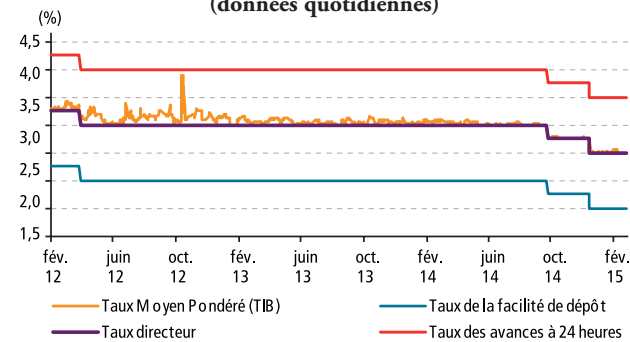
4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 16 décembre 2014, le Conseil de la Banque a décidé d'abaisser le taux directeur de 2,75% à 2,50%. A la suite de cette décision, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est établi à 2,51% en moyenne au cours des mois de janvier et février 2015, en baisse de 21 points de base par rapport à son niveau du quatrième trimestre 2014.

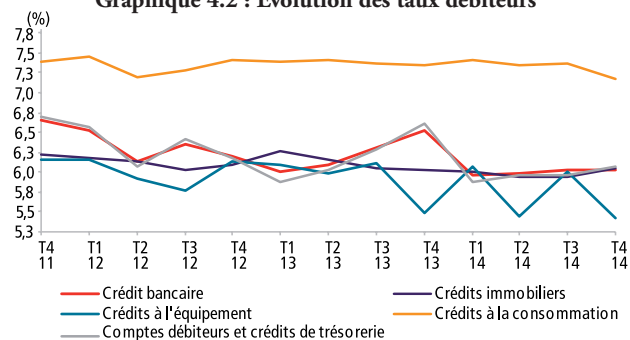
En ce qui concerne les taux débiteurs, ils se sont stabilisés au quatrième trimestre à 6,03%. L'analyse par objet indique des diminutions de 59 points de base des crédits à l'équipement et de 20 points de ceux à la consommation. En revanche, les taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux prêts immobiliers ont augmenté de 11 points de base chacun. Par secteur institutionnel, les taux appliqués aux entreprises sont restés quasiment inchangés, tandis que ceux assortissant les prêts aux ménages, ont connu une baisse de 14 points de base pour les particuliers et une hausse de 15 points de base pour les entrepreneurs individuels.

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



* Données arrêtées au 28 février 2015
Source : BAM

Graphique 4.2 : Evolution des taux débiteurs*



* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL- MAGHRIB).

Pour ce qui est des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est situé à 3,81% au quatrième trimestre, quasiment inchangé par rapport au trimestre précédent. Cette évolution recouvre une hausse de 6 points de base des taux appliqués sur les dépôts à 12 mois à 3,92%, et un repli de 6 points de base des taux de ceux à 6 mois à 3,63%.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, les taux ont poursuivi leur tendance baissière. Entre janvier 2015 et le quatrième trimestre 2014, les taux assortissant les bons à 13 semaines ont accusé une baisse de 19 points de base, s'établissant à 2,49%, et ceux à 52 semaines un repli de 28 points de base à 2,55%. Le même profil d'évolution a été également observé sur le marché secondaire.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Les données relatives au mois de janvier 2015 indiquent une accélération du rythme de progression annuel de la masse monétaire comparativement à sa moyenne au cours du quatrième trimestre 2014. Même si ce rythme reste proche de sa tendance de long terme, l'écart monétaire, qui mesure la différence entre le niveau potentiel et observé de la masse monétaire, s'est maintenu à un niveau négatif, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme émanant de la sphère monétaire.

La croissance annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 7,4% en janvier, après 5,8% au quatrième trimestre, reflétant une accélération du rythme de progression du crédit bancaire de 3,7% à 4,3% et une atténuation de 7,9% à 1,9% de la baisse des créances nettes sur l'administration centrale. Quant aux réserves internationales nettes, leur taux de croissance a légèrement augmenté passant de 21,0% à 21,4% en janvier.

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

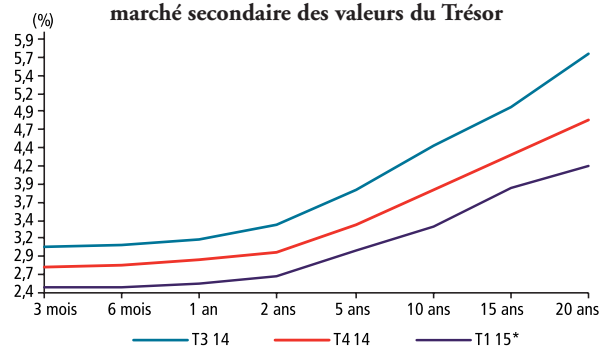
	2012		2013				2014			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
6 mois	3,55	3,52	3,56	3,55	3,59	3,51	3,68	3,69	3,63	
12 mois	3,84	4,02	3,89	3,83	3,92	3,86	3,91	3,86	3,92	
Moyenne pondérée	3,73	3,85	3,76	3,73	3,79	3,71	3,81	3,80	3,81	

Source : BAM.

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

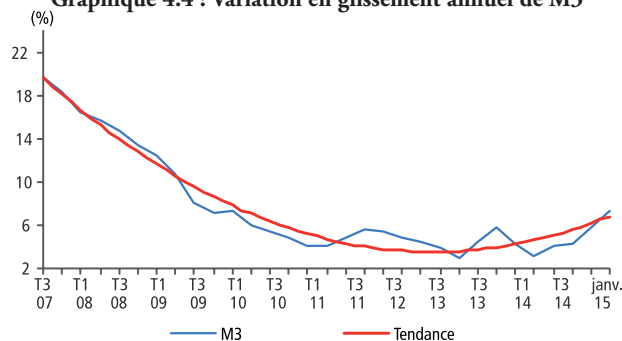
	2013				2014				2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	jan.
13 semaines	3,93	3,94	3,50	3,48	3,30	3,08	2,97	2,68	2,49
26 semaines	4,07	4,11	3,82	3,74	3,45	3,15	-	2,79	2,49
52 semaines	4,20	4,23	4,11	4,13	3,63	3,25	3,14	2,83	2,55
2 ans	4,57	4,68	4,61	4,69	4,04	3,35	-	3,02	2,61
5 ans	4,75	-	4,93	5,08	4,62	3,91	3,80	3,33	3,00
10 ans	-	-	5,42	5,60	5,43	4,47	-	3,75	3,39
15 ans	5,52	5,69	5,71	5,85	5,87	5,15	-	4,30	3,95
20 ans	-	-	-	-	5,96	5,66	5,57	4,60	4,35
30 ans	-	-	-	-	-	-	-	5,69	5,0

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



* L'observation du premier trimestre 2015 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} janvier au 28 février 2015.

Graphique 4.4 : Variation en glissement annuel de M3



Source : BAM.

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

Au cours du quatrième trimestre de l'année 2014, les trésoreries bancaires se sont améliorées de 8,5 milliards de dirhams sous l'effet de l'ensemble des facteurs autonomes. En effet, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 4,4 milliards de dirhams résultant notamment de la différence entre :

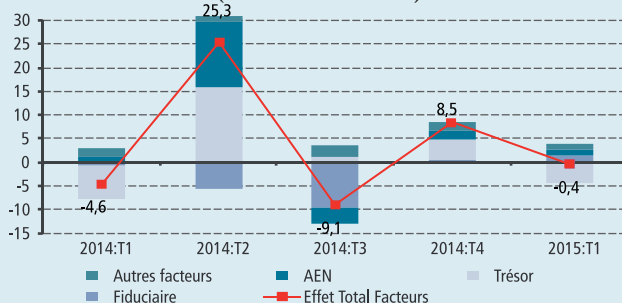
- d'une part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (17,3 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (16,4 milliards de dirhams) ainsi que le paiement des salaires des fonctionnaires (16,8 milliards de dirhams) et des pensions des retraités (5,3 milliards de dirhams);
- et d'autre part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons de Trésor (22,2 milliards) ainsi que la baisse de l'encours des placements sur le marché monétaire (13,1 milliards) auxquelles s'ajoutent les recettes fiscales et douanières.

De même, les opérations en devises se sont soldées par une injection de liquidité de 1,7 milliard de dirhams.

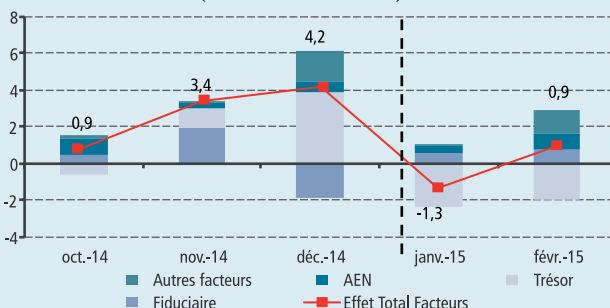
Dans une moindre mesure, la baisse de la circulation de la monnaie fiduciaire s'est limitée à près de 500 millions de dirhams sur le trimestre en raison de la compensation entre les reflux succédant à Aïd Al Adha et les opérations de retraits liés aux règlements des salaires.

Enfin, les autres facteurs ont contribué à l'amélioration de la liquidité bancaire de 1,9 milliard de dirhams.

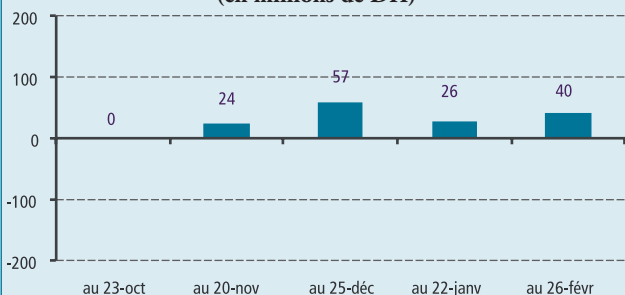
Graphique E 4.1.1 : Evolution de l'effet des FALB par trimestre (en milliards de DH)



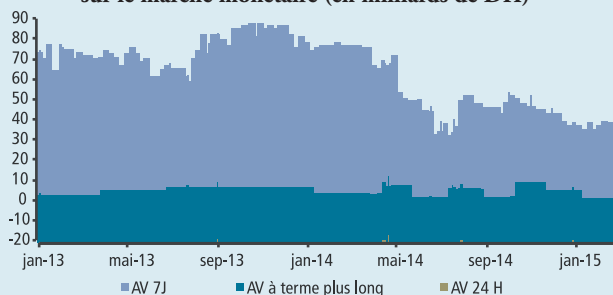
Graphique E 4.1.2 : Evolution de l'effet des FALB par mois (en milliards de DH)



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)



Durant le premier trimestre de l'année 2015*, les facteurs autonomes ont impacté négativement la liquidité bancaire de 400 millions de dirhams en raison principalement des opérations du Trésor qui ont été partiellement compensées par la baisse de la circulation de la monnaie fiduciaire.

* Période allant du 1er janvier au 26 février 2015.

Les opérations du Trésor ont eu une incidence restrictive sur la liquidité de 4,3 milliards de dirhams résultant notamment de la différence entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons de Trésor (26,6 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 (17,1 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (11 milliards de dirhams) et des pensions des retraités (3,7 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (3,7 milliards de dirhams) ainsi que la baisse de l'encours de ses placements sur le marché monétaire (1,8 milliard de dirhams).

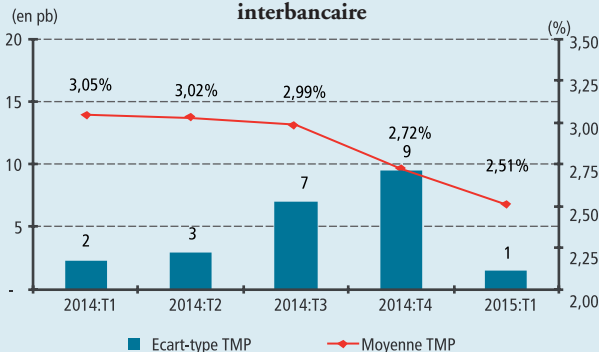
L'incidence restrictive des opérations du Trésor a été en partie tempérée par des reflux de la monnaie fiduciaire et des opérations en devises pour des montants respectifs de 1,4 et 1,2 milliard de dirhams.

Compte tenu de l'impact des facteurs autonomes observé en ce début d'année, l'encours des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établi à 43 milliards de dirhams au 26 février, contre 41,9 milliards enregistrés à la fin de l'année précédente.

L'encours des avances à 7 jours a été augmenté de 4 milliards de dirhams à 27 milliards au détriment d'une baisse de 2,9 milliards de l'encours des opérations de prêts garantis à un an, au titre du programme de soutien au financement de la TPME, s'établissant ainsi à 16 milliards de dirhams au 26 février 2015.

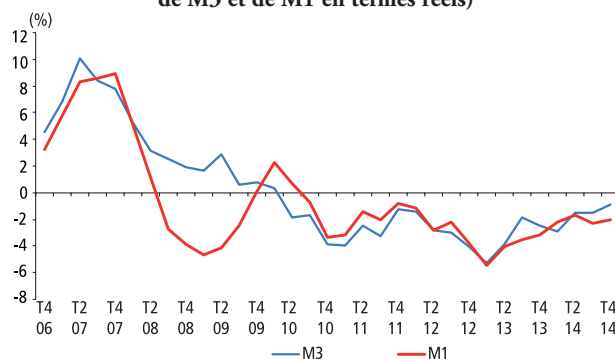
Le TMP du marché interbancaire au jour le jour s'est maintenu à des niveaux proches du taux directeur, soit à 2,51% en moyenne, avec une volatilité très faible d'un point de base.

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



L'analyse des composantes de l'agrégat M3 fait ressortir une accélération des rythmes de progression de l'ensemble de ses composantes à l'exception de la monnaie fiduciaire. En effet, les dépôts à terme ont enregistré une accélération, passant de 5,1% au quatrième trimestre 2014 à 8,7% en janvier et le rythme des dépôts à vue est passé de 3,8% à 5%. Pour leur part, les dépôts en devises ont poursuivi leur mouvement haussier entamé depuis octobre en relation avec l'opération de l'Amnistie de change, leur encours s'étant établi en janvier à 35,1 milliards, en progression de 61,5%. Quant aux titres des OPCVM monétaires, en dépit d'une diminution mensuelle de 8,4%, ils se sont accrus de 11,1%,

Graphique 4.5 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

après 6% au quatrième trimestre. En revanche, le taux de croissance de la monnaie fiduciaire s'est inscrit en décélération, revenant de 3,9% à 3,5%, tandis que celui des placements à vue s'est stabilisé à 7,7% en glissement annuel.

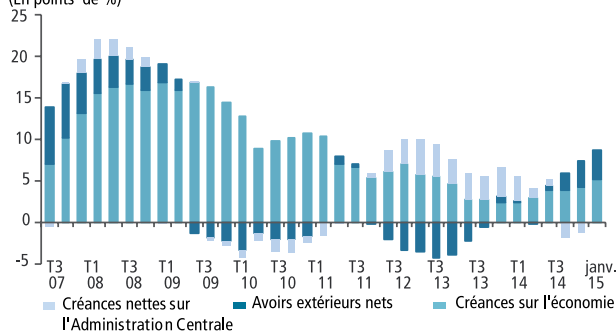
Par agent économique, les ménages ont vu leurs dépôts à vue augmenter de 5,7%, après 4,3% et ceux à terme de 9,4%, au lieu de 7,1%. Quant au taux de progression de leurs comptes d'épargne, il s'est stabilisé à 7,7%. Concernant les sociétés non financières, leurs dépôts à terme ont marqué une diminution annuelle de 3,7% pour les entreprises non financières privées, moins accentuée que celle de 16,3% observée au trimestre précédent tandis que ceux des entreprises non financières publiques, leur rythme de progression est revenu de 52,9% en moyenne au cours du quatrième trimestre à 21,5% en janvier.

Crédit

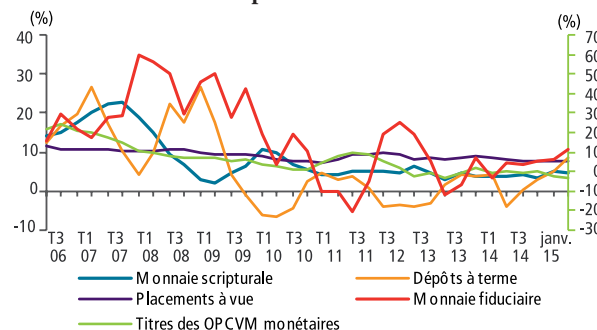
Le crédit bancaire a enregistré en glissement annuel une hausse de 4,3% en janvier 2015, après 3,7% en moyenne au quatrième trimestre 2014. Cette évolution reflète une accélération de 2,6% à 3,3% du taux de progression des prêts immobiliers, suite à la hausse des crédits à l'habitat de 5,6% à 6,2%, et à l'atténuation de la baisse des prêts aux promoteurs de 5,2% à 3,8%. De même, en dépit d'une baisse mensuelle de 2,3%, les facilités de trésorerie ont vu leur rythme annuel de progression s'améliorer passant de 1,5% à 5,6% en janvier. Pour les autres composantes du crédit, les prêts à la consommation se sont accrus de 10% en janvier, après 9% un trimestre auparavant, alors que ceux destinés à l'équipement ont décéléré de 5,4% à 3,9%. Quant aux créances en souffrance, bien que leur rythme de croissance soit revenu de 22,7% au quatrième trimestre à 16,7%, leur ratio par rapport au crédit bancaire s'est stabilisé à 6,9%.

Par secteur institutionnel, l'amélioration du rythme de croissance du crédit bancaire provient

Graphique 4.6 : Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire
(En points de %)

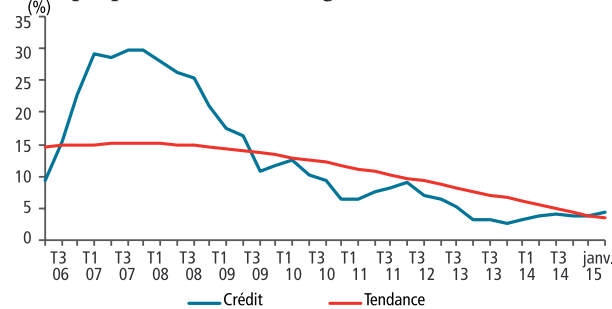


Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



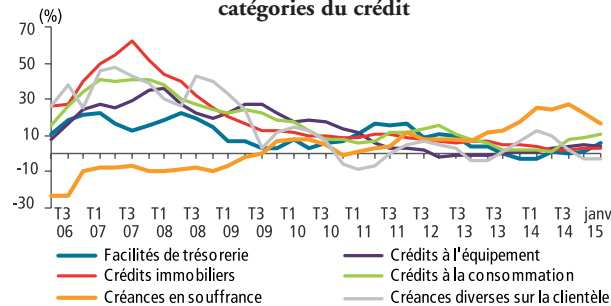
Source : BAM.

Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM.

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



Source : BAM.

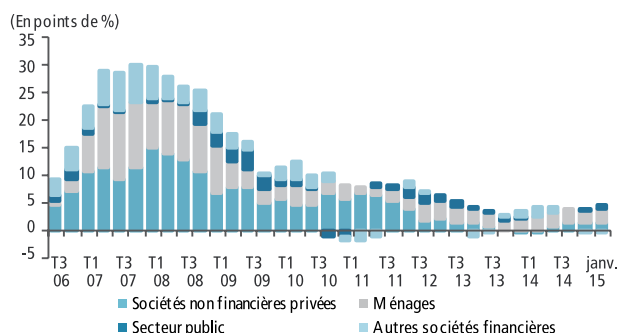
du renforcement des prêts destinés au secteur non financier, alors que la baisse des crédits aux sociétés financières s'est accentuée de 2,1% à 2,3% en janvier. En effet, les concours accordés au secteur public se sont accrus de 14,5% en janvier, après 7,7% le trimestre précédent et les prêts au secteur privé se sont accélérés passant de 4,3% à 4,6%. Ainsi, les crédits octroyés aux ménages ont augmenté de 6,4%, après 6,2% et ceux aux sociétés non financières privés de 3,3%, contre 3,0% au quatrième trimestre 2014.

Par branche d'activité, les dernières données relatives au quatrième trimestre font ressortir une progression de 31,4% des concours accordés à la branche «Electricité, gaz et eau», au lieu de 13,2% en moyenne sur les trois premiers trimestres. Pour ce qui est des crédits destinés aux services, ils ont décéléré de 4,4% à 1,7% et ceux alloués aux industries manufacturières de 20,6% à 3,6%. Parallèlement, les crédits consentis à la branche «Bâtiments et travaux publics» ont connu une atténuation de leur baisse de 1,1% à 0,5%.

Concernant les conditions d'octroi du crédit bancaire, les résultats du quatrième trimestre 2014 de l'enquête de Bank Al-Maghrib indiquent un assouplissement des conditions de l'offre, comparativement au troisième trimestre. Ceci aurait concerné les prêts à l'équipement, les facilités de trésorerie et les crédits à la consommation. Pour ce qui est des crédits immobiliers, les banques auraient assoupli leurs critères pour les prêts à l'habitat et les auraient plutôt durcis pour les crédits destinés à la promotion immobilière par rapport au trimestre précédent. Concernant la demande de crédit, elle aurait augmenté, selon les banques, pour les prêts à l'équipement et les facilités de trésorerie par rapport au trimestre précédent, tandis que pour les crédits immobiliers, elle serait restée inchangée pour les prêts à l'habitat et aurait baissé pour la promotion immobilière.

S'agissant des prêts accordés aux agents non financiers par les autres sociétés financières non incluses dans la situation monétaire, ils ont enregistré une légère baisse de 0,4% au quatrième trimestre 2014, après une quasi-stagnation au troisième trimestre. Cette évolution est liée notamment à la diminution de 1% des prêts distribués par les sociétés de financement. La ventilation par objet des crédits distribués par ces sociétés montre que ceux à la consommation se sont inscrits en diminution de 13,7%, au lieu de 12,9% un trimestre auparavant et le crédit bail s'est amélioré de 1,3%, après 0,7%. Quant aux crédits distribués par les banques off-shores, ils ont enregistré une baisse de 6,5%, moins forte que celle de 14,2% au troisième trimestre, recouvrant une accentuation de la baisse des crédits à l'équipement de 7,8% à 14,5% et une hausse des facilités de trésorerie de 6,8% après un repli de 8,2%.

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



Source : BAM.

Autres sources de création monétaire

A fin janvier, l'encours des réserves internationales nettes a augmenté de 21,4%, au lieu de 21% en moyenne au quatrième trimestre 2014, reflétant essentiellement l'atténuation du déficit de la balance commerciale suite à la baisse des importations des produits énergétiques.

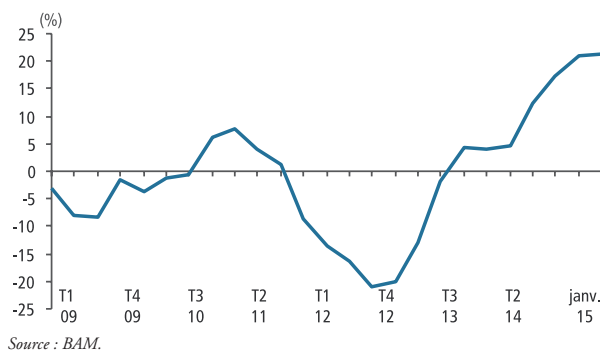
S'agissant des créances nettes sur l'administration centrale, elles ont diminué en glissement annuel de 1,9% en janvier, après la baisse de 7,9% en moyenne observée au trimestre précédent. Cette atténuation est liée aussi bien à la hausse de 0,8% des détentions des banques en bons du Trésor, après une baisse de 3,8% au troisième trimestre, qu'à l'augmentation de 12,9% de celles des OPCVM monétaires, contre une diminution de 37%. En revanche, les créances de BAM ont connu une baisse en relation avec l'augmentation du solde du compte du Trésor auprès de la Banque.

Placements liquides

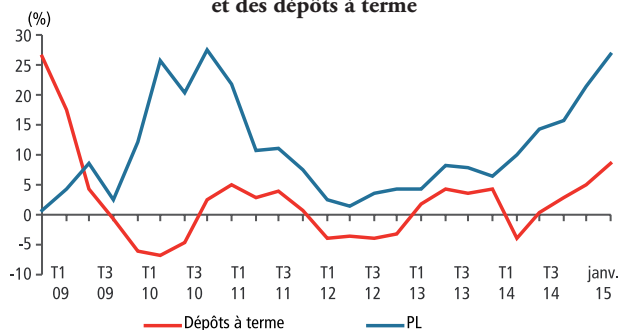
Le rythme de progression annuelle des agrégats de placements liquides s'est accéléré de 21,4% en moyenne au quatrième trimestre 2014 à 27,0% en janvier 2015, en relation avec l'amélioration de la progression de l'ensemble de ses composantes.

En effet, les titres inclus dans l'agrégat PL1 se sont accrus de 21,9% en janvier après 17,5% un trimestre auparavant, en liaison principalement avec l'accélération du rythme de croissance de l'encours des bons du Trésor de 16,8% à 20,9%. De même, les titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2 ont enregistré une hausse de 39,0%, après 31,7% le trimestre précédent. Pour ce qui est des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils ont progressé de 24,7% en janvier, au lieu de 14,7% au quatrième trimestre 2014, reflétant principalement l'appréciation des cours sur la bourse de Casablanca.

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



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

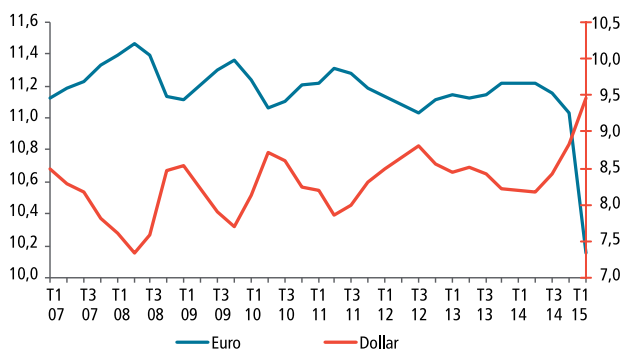


Taux de change

Au cours des mois de janvier et février 2015, le cours moyen de la monnaie nationale vis-à-vis de l'euro s'est apprécié de 8,67%, comparativement au quatrième trimestre 2014, et s'est déprécié de 6,54% contre le dollar américain.

Pour sa part, le taux de change effectif du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est apprécié, au quatrième trimestre 2014, de 0,45% en termes nominaux et de 1,3% en termes réels qui serait le résultat de la dépréciation de l'euro, et des monnaies de certains pays concurrents.

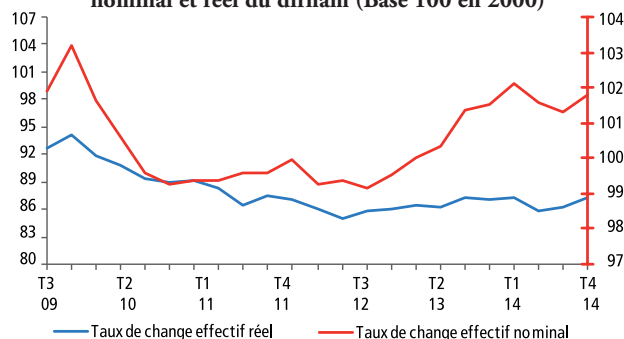
Graphique 4.13 : Evolution du taux de change du dirham



* L'observation du premier trimestre 2015 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} janvier au 28 février 2015.

Source : BAM.

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



Source : calcul de BAM.

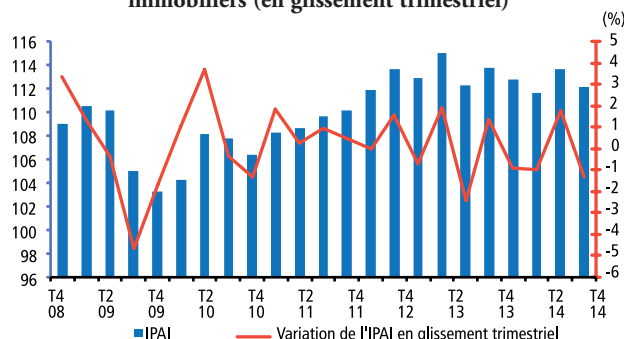
4.2 Prix des actifs

4.2.1 Actifs immobiliers

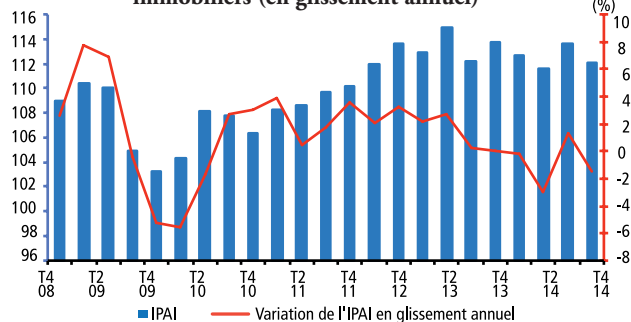
L'évolution de l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) au cours du quatrième trimestre continue d'indiquer l'absence de pressions inflationnistes à travers un effet de richesse. L'IPAI a enregistré ainsi une diminution de 1,4% en glissement trimestriel, en relation avec la diminution de 1,4% des prix des actifs résidentiels et de 0,8% et 4,1% respectivement de ceux du foncier et commerciaux. Concernant les transactions, leur nombre a enregistré une baisse de 0,2% après avoir progressé en moyenne de 3,6% au cours des trois premiers trimestres.

En glissement annuel, l'IPAI a accusé une baisse de 1,4% après celle de 0,6% en moyenne durant les trois trimestres précédents, résultat de la diminution de 1,9% des prix des actifs résidentiels et de 2,7% de ceux des biens à

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



Graphique 4.16 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers (en glissement annuel)



usage commercial. Pour ce qui est du nombre de transactions, après une hausse de 13,3% en moyenne sur les trois premiers trimestres de l'année, il a augmenté de 8,9% en liaison essentiellement avec les hausses de 12,5% et de 20,8% des ventes du résidentiel et des biens à usage commercial respectivement. En revanche, les ventes du foncier ont accusé une baisse de 7,4%.

Pour l'ensemble de l'année 2014, la variation des prix immobiliers s'est établie à -0,8% au lieu de 1,3% en 2013, reflétant la baisse de 0,6% des prix des biens résidentiels et de 1,4% de ceux des terrains. Cette évolution a été accompagnée par une hausse de 11,9% du nombre de transactions après une baisse de 4,7% une année auparavant.

Par ailleurs, les données relatives au crédit immobilier montrent que les crédits à l'habitat se sont accrus de 5,6% au cours du quatrième trimestre, en glissement annuel, après une moyenne de 5,4% sur les trois premiers trimestres de l'année. En revanche, la baisse des crédits destinés à la promotion immobilière s'est accentuée, passant de 3,9% au cours des trois premiers trimestres de l'année à 5,2% au quatrième trimestre.

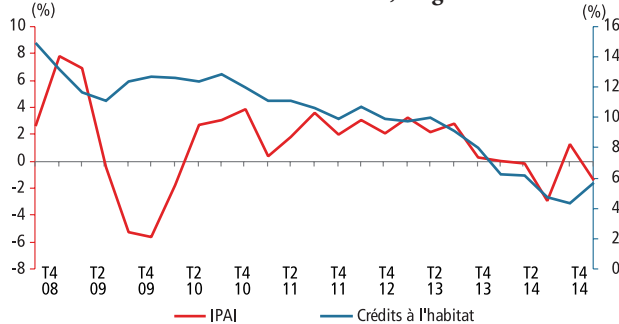
4.2.2 Actifs financiers

4.2.2.1 Actions

Le MASI a enregistré une performance de 8,7% durant les deux premiers mois de 2015 confirmant ainsi la poursuite de la reprise entamée depuis le deuxième semestre de 2013. Cette appréciation traduit essentiellement les hausses des indices sectoriels « télécommunications », « bâtiments et matériaux de construction » et « Banques ». En revanche, le secteur « immobilier » continue d'accumuler d'importantes baisses avec un repli de 14,5% depuis le début de l'année 2015, après une dépréciation de 28,5% durant l'année 2014.

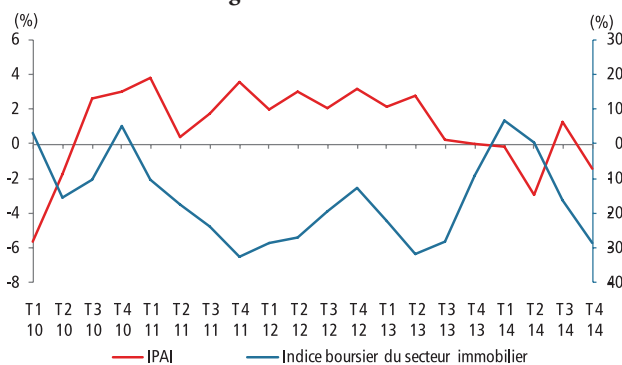
Au cours des deux premiers mois de 2015, l'essentiel des opérations a été effectué sur

Graphique 4.17 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et des crédits à l'habitat*, en glissement annuel

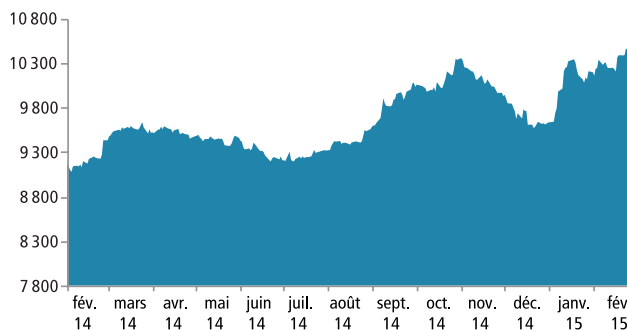


* Compte non tenu des crédits destinés à la promotion immobilière.

Graphique 4.18 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et de l'indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



Graphique 4.19 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source: Bourse de Casablanca.

le marché central avec un volume quotidien moyen de 129,7 millions de dirhams. Quant au marché de blocs, il a drainé un volume total de 1,4 milliard de dirhams. Quoiqu'en augmentation par rapport à la même période de l'année précédente, le montant total des transactions effectuées depuis le début de l'année demeure faible, avec un montant de 6,7 milliards contre 5,5 milliards au cours de la même période en 2014.

A fin février 2015, la capitalisation boursière s'est établie à 527,1 milliards de dirhams en hausse de 8,8% depuis le début de l'année, tirée essentiellement par les performances des cours des secteurs « Télécommunications » et « Banques ».

Concernant la valorisation de la place de Casablanca, le Price Earnings Ratio s'est établi à fin février à 19,8 en hausse de 1,3 par rapport à fin 2014. Sur la même période, le Price to Book Ratio s'est légèrement apprécié de 0,2 pour s'établir à 2,6.

4.2.2.2 Bons du Trésor

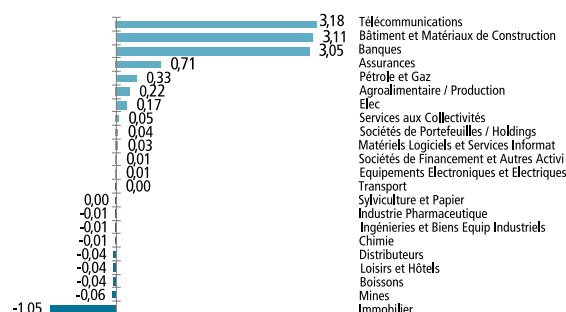
Sur le marché de la dette souveraine, les levées du Trésor se sont chiffrées à 13,9 milliards en Février, après 11,9 milliards en janvier et une moyenne mensuelle de 8,2 milliards enregistrée durant le quatrième trimestre 2014. Les souscriptions aux titres à court terme ont porté sur un montant de 3,2 milliards de dirhams, et ont été assorties de taux variant entre 2,43% et 2,49% au lieu d'une fourchette de 2,49% et 2,55% au cours du mois de janvier.

Pour ce qui est des émissions à moyen terme, chiffrées à 4,5 milliards de dirhams, les taux se sont également inscrits dans un mouvement baissier, s'établissant pour la maturité de 2 ans à 2,57% en février après 2,61% en janvier, et pour les bons à 5 ans à 2,94% après 3%. En parallèle, les levées à long terme ont atteint 6,2 milliards en février après 3,8 milliards de dirhams en janvier et ont été effectuées avec

des taux variant entre 3,21% et 4,05% contre une fourchette allant de 3,39% à 5% un mois auparavant.

Tenant compte du remboursement d'un montant de 11,7 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 436,5 milliards à fin février 2015 en hausse de 2,5% par rapport à fin décembre 2014.

Graphique 4.20 : Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI depuis le début de l'année, en %

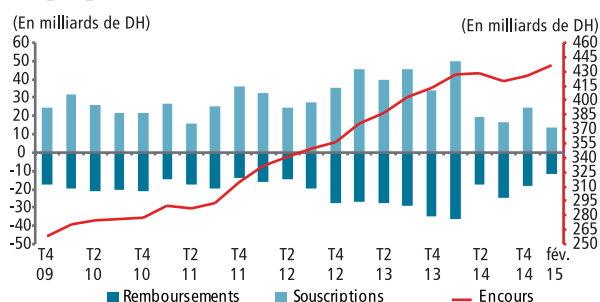


Source : Bourse de Casablanca

4.2.2.3 Autres titres de créance

Au cours des deux premiers mois de l'année 2015, les émissions des titres de créances négociables se sont établies en moyenne mensuelle à 5 milliards de dirhams, contre 6,1 milliards durant le quatrième trimestre de 2014. Ces levées ont été effectuées à hauteur de 70% sous forme de certificats de dépôts, et ont été assorties de taux allant de 2,52% à 3,48% contre un intervalle allant de 2,95% à 4,2% le trimestre précédent. Concernant les émissions des sociétés de financement, elles se sont chiffrées à 276 millions de dirhams en moyenne mensuelle après 821

Graphique 4.21 : Evolution de l'encours des Bons du Trésor



millions un trimestre auparavant et leurs taux ont varié entre 3,09% et 3,7% après 3,28% et 3,93%. Pour ce qui est des billets de trésorerie, leurs émissions se sont élevées en moyenne à 1,2 milliard de dirhams après 1 milliard avec des taux variant entre 3% et 5,75% après une fourchette de 3,10% à 5,1%.

Tenant compte des remboursements d'un montant de 10,6 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables s'est établi à 72,9 milliards de dirhams à fin février.

Au cours des deux premiers mois de l'année, le marché obligataire a connu des émissions de 1,2 milliard de dirhams, assorties de taux variant entre 3,70% à 4,75%. L'encours s'est établi à 96,5 milliards de dirhams en février en hausse de 0,7% par rapport à fin décembre.

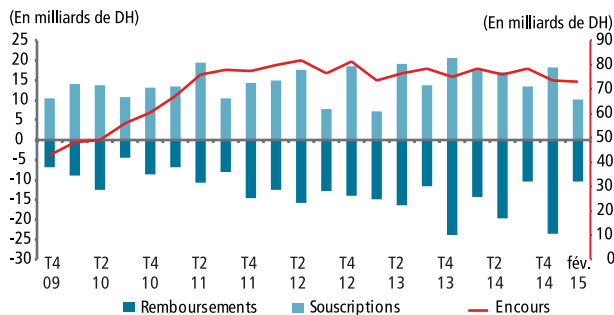
4.2.2.3 Titres d'OPCVM

Selon les dernières données disponibles, les souscriptions aux titres d'OPCVM se sont élevées en moyenne mensuelle à 69,4 milliards de dirhams depuis le début de l'année, après une moyenne de 37,4 milliards en 2014. Pour leur part, les rachats ont atteint un montant de 67,4 milliards de dirhams, après 32,9 milliards en 2014.

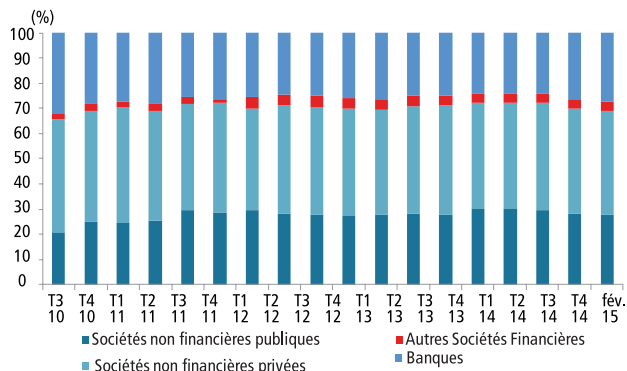
Concernant l'indice de performance des fonds OPCVM, il s'est apprécié au cours des deux premiers mois de 2015 de 2,2%. Dans ces conditions, l'actif net valorisé à fin février¹ s'est établi à 309,5 milliards de dirhams, en hausse de 3% par rapport à fin décembre 2014.

Par catégorie d'OPCVM, l'actif net s'est accru de 5% pour les fonds obligataires et de 12,7% pour ceux diversifiés, alors que celui des fonds monétaires a accusé une baisse de 5,4%.

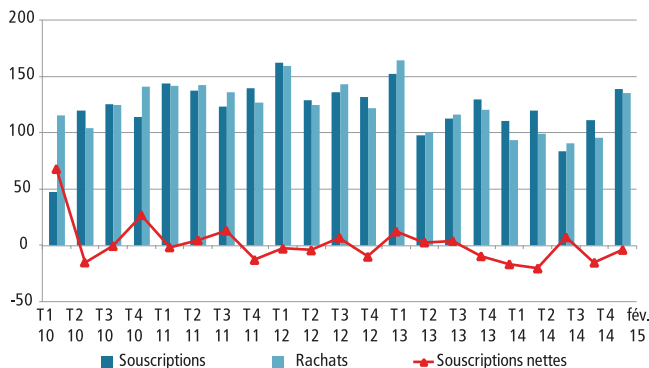
Graphique 4.23 : Evolution de l'encours des titres de créances négociables



Graphique 4.22 : Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur (%)



Graphique 4.24 : Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM (en milliards de dirhams)



¹ Données des OPCVM arrêtées le 20 février 2015.

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, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation (IPC), demeure à un niveau modéré, malgré la reprise enregistrée à partir du quatrième trimestre 2014, sous l'effet de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils. Ainsi, elle est passée de 1,1% au quatrième trimestre à 1,5% durant les deux premiers mois de 2015. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, s'est stabilisée à 1,3%, depuis novembre dernier, après 0,8% en octobre. Cette évolution résulte de l'accélération du rythme de progression des prix des biens échangeables (IPCXE) de 1% en octobre à 1,7% en moyenne durant les quatre derniers mois, alors que l'inflation des non échangeables (IPCXNE) est restée sur cette période au niveau observé en octobre. Par ailleurs, le recul des prix des « carburants et lubrifiants » s'est accentué de 3,3% en décembre à 15,8% en janvier et à 19,9% en février, en relation avec le repli des cours internationaux des produits pétroliers et la suppression de la taxe de péréquation. Ce reflux des cours des produits pétroliers s'est reflété également au niveau des prix à la production de l'industrie de « cokéfaction et du raffinage » qui ont reculé de 21,2% entre décembre et janvier. L'indice des prix à la production des industries manufacturières a diminué en conséquence de 2,5% en glissement mensuel, soit la baisse la plus importante au cours des quatre dernières années, après celle de 2,6% enregistrée en avril 2013. En glissement annuel, la régression des prix à la production industrielle s'est accentuée de 4,6% en décembre à 6,4% en janvier.

5.1 Evolution de l'inflation

L'inflation a enregistré une nette reprise durant les derniers mois. Elle est passée de 0,2% en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2014 à 1,1% au quatrième trimestre de la même année et à 1,5% au cours des deux premiers mois de 2015. Cette évolution reflète le retournement de la tendance de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils, qui est passée de -6,8% à -2,4% et à 2,4% durant les mêmes périodes. En particulier, les prix des légumes frais et des agrumes ont augmenté en moyenne en janvier et février de 8,8% et 0,7% respectivement contre des baisses de 7% et 36,6% en 2014.

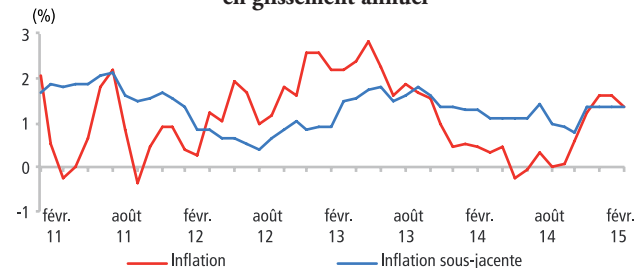
En revanche, le repli des tarifs des « carburants et lubrifiants » s'est accentué de 3,3% en décembre à 15,8% en janvier et 19,9% en février en relation avec, d'une part, la suppression de la taxe de péréquation sur l'essence et le gasoil suite à l'indexation totale des prix de ces produits, et d'autre part, le reflux des cours internationaux des produits énergétiques. Leur contribution à l'inflation est ainsi revenue de -0,1 point à -0,4 et -0,5 point de pourcentage. L'inflation des autres biens et services réglementés est passée de 3,3% à 3,7% et à 3,8%, sous l'effet des nouvelles révisions des tarifs de l'électricité et des tabacs intervenues en janvier.

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

	Glissement mensuel (%)			Glissement annuel (%)		
	déc. 14	janv. 15	févr. 15	déc. 14	janv. 15	févr. 15
Inflation	0,3	0,3	-0,4	1,6	1,6	1,3
- Produits alimentaires à prix volatils	3,0	3,3	-3,4	1,5	3,0	1,9
- Carburants et lubrifiants	-8,3	-12,9	0,5	-3,3	-15,8	-19,9
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,7	0,0	3,3	3,7	3,8
Inflation sous-jacente	0,1	0,1	0,0	1,3	1,3	1,3
- Produits alimentaires	0,1	0,0	0,0	1,7	1,8	1,8
- Articles d'habillement et chaussures	0,4	-0,3	-0,1	1,3	0,8	0,7
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,3	0,0	0,1	1,3	1,1	1,2
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	-0,1	0,1	0,0	0,6	0,7	0,6
- Santé*	-0,1	0,4	-0,2	1,6	1,9	1,1
- Transport*	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	0,6
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Loisirs et cultures	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	0,0
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,2	3,2	3,2
- Restaurants et hôtels	0,0	0,4	0,1	1,7	1,9	2,0
- Biens et services divers	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,6

* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

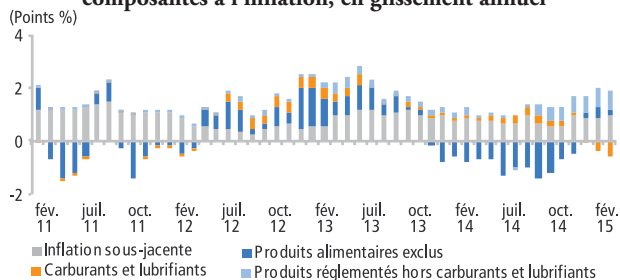
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et de ceux à tarifs réglementés, l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 1,3% depuis novembre contre 0,8% en octobre. Cette accélération de l'inflation sous-jacente est liée principalement à la hausse des prix des produits à base de céréales suite à la flambée des cours du blé dur sur les marchés internationaux.

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

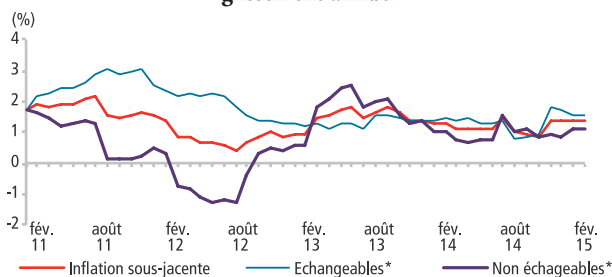
Produits	A partir du					
	1 janv. 15	16 janv. 15	1 fév. 15	16 fév. 15	1 mars 15	16 mars 15
Super carburant	9,29	8,98	8,91	9,54	9,96	10,31
Gasoil 50	8,43	8,03	7,88	8,45	8,96	8,96
Fuel industriel	3487	3144	3051	3551	3916,2	3898,2

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse de l'évolution des prix selon les composantes échangeable (IPCXE) et non échangeable (IPCXNE) du panier de référence de l'IPCX montre, qu'après une nette progression de 1% en octobre à 1,8% en novembre, l'inflation des biens échangeables s'est inscrite en légère décélération, revenant à 1,7% en décembre et à 1,6% au cours des deux premiers mois de l'année 2015. Ces replis résultent principalement de la baisse des prix des huiles et des légumineuses. La contribution des biens échangeables à l'inflation est ainsi revenue de 0,7 point en novembre à 0,6 point de pourcentage en janvier et février. Pour leur part, les biens non échangeables ont vu le rythme de progression de leur prix, en glissement annuel, passer de 0,9% en novembre et décembre à 1,1% en janvier et février, suite principalement à l'atténuation de la baisse des prix des viandes fraîches de -1% à -0,3%. Leur contribution à l'inflation est passée de 0,3 à 0,4 point de pourcentage durant les mêmes périodes.

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



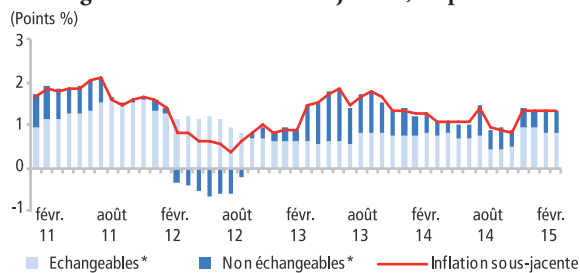
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM.

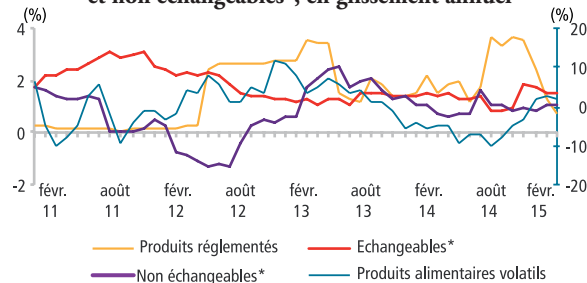
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	déc. 14	janv. 15	fév. 15	déc. 14	janv. 15	fév. 15
Biens échangeables (IPCXE)	0,1	0,0	0,1	1,7	1,6	1,6
Biens non échangeables (IPCXNE)	0,0	0,1	0,0	0,8	1,1	1,1

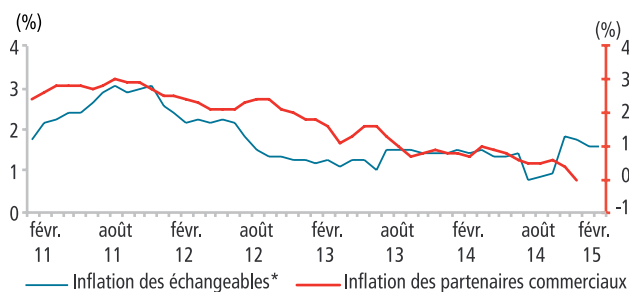
Sources : HCP et calculs de BAM.

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

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

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.

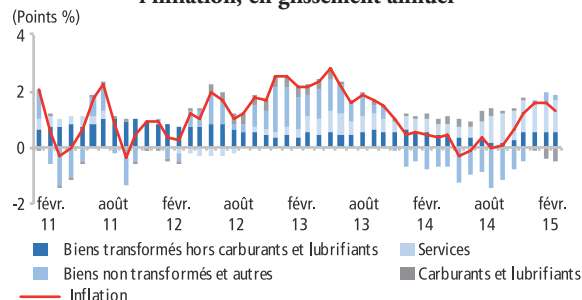
Tableau 5.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés

	Contributions à l'inflation en glissement mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	janv. 15	févr. 15	janv. 15	févr. 15
Produits exclus de l'IPCX	0,3	-0,5	0,7	0,4
Produits alimentaires volatils	0,4	-0,5	0,4	0,3
Produits réglementés	-0,2	0,0	0,3	0,1
Biens échangeables*	0,0	0,0	0,6	0,6
Biens non échangeables*	0,0	0,0	0,4	0,4

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

5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services laisse indiquer que l'accélération de l'inflation, à partir du mois d'octobre 2014, résulte principalement de l'atténuation de la baisse des prix des biens non transformés. Composés principalement de produits alimentaires frais, ces derniers ont vu leur diminution revenir de -4,1% au cours des neuf premiers mois 2014 à -2,9% en moyenne entre octobre et novembre et à 1,1% entre décembre 2014 et février 2015. La hausse de l'inflation est également liée à celle des biens transformés de 0,5% en octobre à 1,2% en février 2015. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont reculé de 19,9% en février 2015 contre une augmentation de 5,6% en octobre 2014. Pour leur part, les prix des services ont quasiment stagné durant cette même période autour de 3,2%.

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 (%)		
	déc. 14	janv. 15	févr. 15	déc. 14	janv. 15	févr. 15
Biens transformés*	0,1	0,1	0,1	1,2	1,1	1,2
Services	0,0	0,3	0,1	3,0	3,2	3,3
Biens non transformés et autres	1,7	1,9	-2,1	0,6	1,7	0,9
Carburants et lubrifiants	-8,3	-12,9	0,5	-3,3	-15,8	-19,9

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

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production des industries manufacturières ont accusé en janvier une baisse mensuelle de 2,5%, soit le recul le plus important au cours des quatre dernières années après celui de 2,6% observé en avril 2013. Cette évolution est liée principalement à la diminution de 21,2% des prix de la branche «cokéfaction et raffinage» après celles de 11,6% et 12,8% en novembre et décembre de l'année précédente, reflétant le reflux des cours internationaux du pétrole brut.

En glissement annuel, le recul quasi continu des prix à la production industrielle depuis janvier 2013 s'est accentué durant les deux derniers mois, passant de 4,6% en décembre à 6,4% en janvier, sous l'effet principalement de la régression de 42,6% des prix de la branche «cokéfaction et raffinage» après celle de 28,3% un mois auparavant. La baisse des prix à la production des industries chimiques s'est également accentuée de 7,3% en décembre à 8,3% en janvier. En revanche, les prix des industries agroalimentaires ont légèrement augmenté pour le troisième mois consécutif.

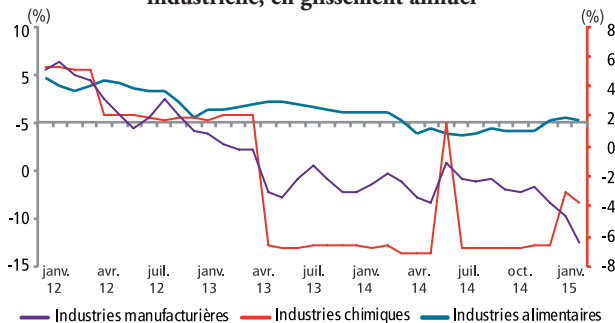
5.5 Anticipations d'inflation

Au regard des résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de janvier 2015, les prix des produits industriels devraient augmenter au cours des trois prochains mois. En effet, 19% des chefs d'entreprises anticipent une progression des prix, alors que 2% seulement d'entre eux tablent sur une régression, soit un solde d'opinion de 16% au lieu de 13% un mois auparavant (Graphique 5.9). Pour 57% des enquêtés restants, 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

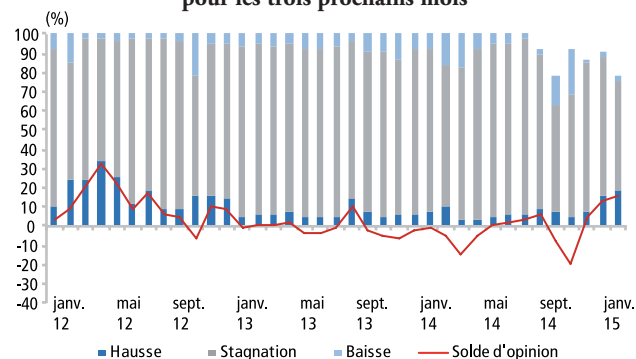
d'entreprises anticipant une accélération de l'inflation s'est établi à 19% en janvier, alors que 8% d'entre eux prévoient un ralentissement au cours de cette même période, soit un solde d'opinion de 12%, stable par rapport au mois précédent (Graphique 5.10).

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



Sources : HCP et calculs BAM.

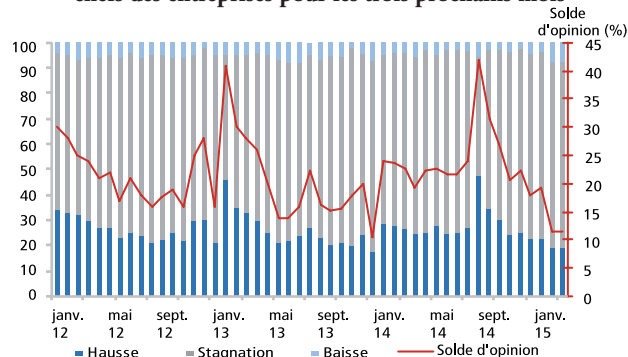
Graphique 5.9 : Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois



* 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). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. Ce scénario tient compte de la suppression des subventions du gasoil qui a pris effet à partir de janvier 2015, ainsi que des nouvelles 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 autour de 1,4%, soit un niveau légèrement supérieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (1,2%). Au cours de l'année 2015, l'IPC progresserait à un rythme évalué à 1,4% également. Quant à la première moitié de l'année 2016, un taux moyen de 1,4% est attendu. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée en raison des incertitudes entourant la reprise chez les principaux partenaires et les prix des matières premières, dont particulièrement les produits énergétiques.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

Au regard des derniers indicateurs économiques et des données d'enquêtes récentes, les principales tendances observées fin 2014 semblent se poursuivre au début de cette année. D'une part, les cours du pétrole ont significativement reculé pour se stabiliser à un niveau modéré plus à même de stimuler la demande des pays importateurs des produits énergétiques. D'autre part, les instabilités géopolitiques qui se sont intensifiées dans certaines régions ont eu, pour le moment, des répercussions négatives relativement limitées. En revanche, malgré la baisse des prix de l'énergie, la progression de l'activité mondiale demeure disparate comme en témoigne la dynamique des économies américaine et du Royaume-Uni qui contraste avec l'atonie de la zone euro et la décélération de la croissance chez quelques grands pays émergents dont notamment la Russie et le Brésil. Aussi, les pressions déflationnistes se sont accentuées dans les économies qui affichaient déjà une faible inflation. Toutefois, les mesures de politique monétaire et le redressement de la demande devraient contrebalancer la baisse des coûts de l'énergie.

Sur le plan des analyses fines, la croissance économique de la zone euro a enregistré un taux de 0,9% au 4^{ème} trimestre de 2014, soit un niveau

légèrement plus élevé que celui observé au 3^{ème} trimestre qui a connu un taux de 0,8%. Cette réalisation reflète la bonne tenue de l'économie allemande (1,5% au 4^{ème} trimestre suite à 1,2% au 3^{ème} trimestre) ainsi que la poursuite du redressement de l'économie espagnole (2% au 4^{ème} trimestre après 1,6% au 3^{ème} trimestre) qui ont compensé le recul de l'activité en France (0,2% au 4^{ème} trimestre contre 0,4% au 3^{ème} trimestre) et le prolongement de la récession en Italie (-0,5% sur les deux derniers trimestres de 2014).

Cette progression, bien que timide, de la croissance dans la zone euro trouve son origine dans la reprise de la production industrielle, y compris dans le secteur de la construction, ainsi que dans la bonne orientation de la consommation. En effet, le commerce de détail et les immatriculations de voitures se sont globalement inscrits en hausse durant le 4^{ème} trimestre de 2014. Cependant, l'évolution récente de la production de biens d'équipement pointe toujours vers une progression modérée de l'investissement. De même, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production dans la zone euro a fléchi sur la même période, en raison principalement de la baisse de la confiance dans le secteur des services. Enfin, l'indicateur du climat économique (ESI) a également accusé une baisse durant le 4^{ème} trimestre de 2014.

S'agissant du marché du travail, en dépit de la baisse du taux de chômage à 11,2% au mois de janvier 2015, après 11,4% durant le 4^{ème} trimestre de 2014, cet indicateur affiche globalement un niveau élevé et les disparités entre les pays persistent. En effet, le chômage a légèrement reculé en Allemagne (passant de 4,9% au 4^{ème} trimestre de 2014 à 4,7% en janvier) et en France (10,3% au 4^{ème} trimestre de 2014 à 10,2% en janvier), alors que la baisse a été plus marquée en Espagne (23,7% au 4^{ème} trimestre de 2014 à 23,4% en janvier) et en Italie (13% au 4^{ème} trimestre de 2014 à 12,6% en janvier).

Par ailleurs et dans le sillage de la modération des cours du pétrole, la tendance baissière de l'inflation dans la zone euro s'est poursuivie en début d'année comme en témoignent les niveaux de -0,6% et -0,3% enregistrés durant les mois de janvier et février respectivement. Outre les prix de l'énergie, les biens industriels ont également observé un recul tandis que les services et l'alimentation, boissons et tabac ont affiché des hausses.

Pour ce qui est de l'économie américaine, après un taux de croissance de 2,7% réalisé au 3^{ème} trimestre de 2014, l'activité est restée soutenue durant le 4^{ème} trimestre qui devrait enregistrer une croissance de 2,4%. Cette dynamique est tirée par la vigueur de la consommation privée et la reconstitution des stocks qui ont largement contrebalancé les effets négatifs de la hausse des importations, le repli des dépenses gouvernementales et la décélération de l'investissement non résidentiel.

Les bonnes performances de l'économie américaine continuent de profiter au marché du travail vu que le chômage s'est stabilisé à 5,5% au mois de février 2015, soit un niveau légèrement plus faible que celui observé durant le 4^{ème} trimestre de 2014. Cependant, ces réalisations très favorables, dans l'ensemble, ne devraient pas masquer l'évolution mitigée du taux de participation au marché de l'emploi qui a stagné

en lien avec les changements démographiques et la perception d'emplois de plus faible qualité offerts sur le marché. Par ailleurs, la proportion des salariés embauchés à mi-temps et qui sont à la recherche d'un travail à plein temps demeure élevée et ne diminue que graduellement.

S'inscrivant dans la tendance mondiale, l'inflation a significativement reculé aux États-Unis passant d'une moyenne de 1,2% au 4^{ème} trimestre de 2014 à -0,1% au mois de janvier 2015. Cette baisse découle de la contraction significative des prix de l'énergie qui a tempéré la hausse des prix des produits alimentaires et des services.

Au regard de l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds monétaire international, datant du mois de janvier, tablent pour la zone euro sur une croissance de l'ordre de 1,2% en 2015 et 1,4% en 2016. En ce qui concerne les États-Unis, le FMI anticipe des taux de croissance de 3,6% et 3,3% respectivement pour 2015 et 2016. Eu égard aux taux communiqués lors du RPM du mois de décembre, les prévisions de croissance de la zone euro n'ont pas connu de changements significatifs, alors que celles de l'économie américaine se sont améliorées.

Les risques planant sur les perspectives de l'activité économique demeurent élevés. D'un côté, un retournement plus rapide des cours du pétrole alimente les craintes particulièrement si les marchés réagissent de manière excessive à une éventuelle baisse de l'offre des pays producteurs. D'un autre côté, une hausse plus forte que prévu des taux américains de long terme, suite au processus de normalisation de la politique monétaire, pourrait provoquer une inversion de la modération des primes de risque et accroître la volatilité sur les marchés financiers des pays émergents. Enfin, le prolongement de la baisse des prix, notamment dans la zone euro, exacerbe les appréhensions relatives à une inflation durablement faible en cas de chocs économiques défavorables.

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 1,4% en 2015 et de 1,5% en 2016 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de décembre, ces prévisions ont été révisées à la hausse au regard des perspectives de croissance plus favorables en Espagne. 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 de politique monétaire, des taux compris entre 1% et 1,6% en 2015 et 1,7% et 2% en 2016, soit une révision significative à la baisse. De son côté, la BCE prévoit, dans son bulletin économique du mois de février, des taux d'inflation de 0,3% pour 2015 et 1,1% pour 2016, en baisse également par rapport aux niveaux communiqués auparavant. À moyen terme, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement orientés à la baisse au vu des incertitudes entourant l'activité économique, les cours des matières premières ainsi qu'un éventuel désencrage des anticipations de l'inflation.

Dans ces conditions, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, tablent sur une légère baisse sur l'horizon de prévision en lien avec les perspectives modérées de la croissance mondiale.

6.1.2 Environnement national

Conformément aux hypothèses du précédent rapport sur la politique monétaire, l'activité économique devrait afficher une orientation favorable au titre de l'année 2015. Au niveau interne, ce profil positif est attribuable

principalement aux perspectives de réalisation d'une bonne campagne agricole et à l'assouplissement des conditions monétaires dans le sillage des baisses consécutives du taux directeur. Au plan externe, la reprise, bien que modérée, de l'activité dans la zone euro et la baisse des cours du pétrole devraient profiter à l'économie marocaine.

En effet, l'important volume (+55,9% à fin janvier en glissement annuel) et la bonne répartition des précipitations durant les premiers mois de l'année 2015 ont permis de renforcer les réserves hydrauliques des barrages, qui affichent désormais un taux de remplissage de 78,2% (à fin février) contre 71,9% une année auparavant. Dans ces conditions, les prévisions de BAM tablent sur une production céréalière de 90 millions de quintaux pour la campagne 2014-2015. Pour l'année 2016, l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne est retenue.

Au regard des évolutions récentes, la valeur ajoutée non agricole continuerait son redressement entamé depuis l'année écoulée, portée par la consolidation des branches tertiaires et la contribution positive de l'industrie, hors BTP. Cette dernière serait tirée par la reprise, bien que fragile, de la zone euro, le bon comportement des exportations des nouveaux métiers mondiaux du Maroc, en particulier l'industrie automobile (10,5% à fin janvier en glissement annuel), ainsi que la modération des prix de l'énergie.

S'agissant des éléments de la demande, la consommation des ménages afficherait un profil ascendant grâce à l'amélioration anticipée des revenus agricoles, l'accroissement des crédits à la consommation (+10% à fin janvier 2015 en glissement annuel) ainsi que le maintien de l'inflation à un niveau modéré.

Aussi, l'investissement privé devrait se raffermir durant l'année 2015 comme en

témoigne l'accroissement des importations en biens d'équipement (+7,1% à fin janvier en glissement annuel) et la consolidation des crédits à l'équipement (+3,9% à fin janvier 2015 en glissement annuel). Pour sa part, l'investissement public participerait favorablement au redressement de la demande. En effet, l'enveloppe allouée à l'investissement au titre de la Loi de Finances de 2015 a été portée à 5,2% du PIB dans un contexte de baisse des cours du pétrole qui devrait atténuer les pressions sur le budget de l'Etat.

A la lumière de ces évolutions, la valeur ajoutée hors agriculture devrait s'établir aux environs de 4% au titre de l'année 2015. Au total, la croissance globale s'établirait à 5%, tirée principalement par la contribution de la composante agricole.

En ce qui a trait au marché de l'emploi, les données relatives au 4^{ème} trimestre de 2014 pointent vers une hausse du taux de chômage au niveau national de 9,5% à 9,7% un an auparavant, couvrant une augmentation de 14,4% à 14,8% en milieu urbain et une stagnation en zones rurales à hauteur de 4%. Les créations d'emplois ont concerné principalement le secteur primaire avec 35.000 postes, les services avec 11.000 postes et l'industrie y compris l'artisanat avec 4000 postes. En revanche, le BTP a accusé une destruction de 8.000 postes.

Par ailleurs, les tensions sur le marché du travail demeurent globalement faibles comme le laissent présager les derniers résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM pour le trimestre en cours. A cet égard, les industriels tablent globalement sur une quasi-stagnation de l'effectif employé dans l'ensemble des branches industrielles à l'exception de l'industrie automobile qui anticipe une augmentation de son effectif et l'industrie chimique et para chimique qui prévoit une baisse de l'effectif employé. Dans ces conditions, le scénario central de cet exercice de prévision retient, conformément aux décisions prises par

le Gouvernement dans le cadre du dialogue social, une hausse de 5% du SMIG en juillet 2015 après 5% en juillet 2014.

Par ailleurs, en lien avec le maintien d'un niveau de production élevé, l'atténuation des risques géopolitiques et l'appréciation du Dollar, la Banque Mondiale a significativement revu à la baisse, dans son édition du mois de janvier, ses prévisions du prix du baril du pétrole. Celles-ci sont passées de 95,7\$ à 50,3\$ pour 2015 et devront s'établir à 52,9\$ en 2016. De son côté, le FMI anticipe aussi, dans sa mise à jour du mois de janvier, une baisse des prix du pétrole en 2015, soit 56,73\$/baril contre 99,4 \$/baril dans l'édition précédente. Pour 2016, le FMI table sur un prix du baril de l'ordre de 63,88\$.

Par conséquent et compte tenu des évolutions récentes sur les marchés des produits énergétiques, 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

Après une année marquée par de faibles tensions inflationnistes, dues principalement à la baisse prononcée des prix des produits volatils, la reprise de l'inflation enregistrée à fin 2014 devrait continuer sur l'horizon de prévision. Cette tendance serait favorisée par la dissipation de la contraction des prix des produits volatils, ainsi que par la consolidation anticipée de la demande globale dans un contexte de politique monétaire accommodante et de conditions macroéconomiques plus propices.

Par conséquent, et tenant compte des dernières réalisations, les prévisions de l'inflation à l'horizon de six trimestres ont été légèrement revues à la hausse, comparativement à l'exercice de décembre. A court terme, l'inflation devrait s'établir à 1,4% durant le premier trimestre de 2015 contre 1,1% prévu pour le dernier RPM.

Sur l'ensemble de l'année 2015, la prévision de l'inflation se situerait en moyenne à 1,4%, en légère hausse par rapport au niveau communiqué dans l'exercice de décembre (1,2%). Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale sur l'horizon des six prochains trimestres devrait ainsi s'établir à 1,4%, en progression de 0,2 point de pourcentage en comparaison avec le taux anticipé en décembre.

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).

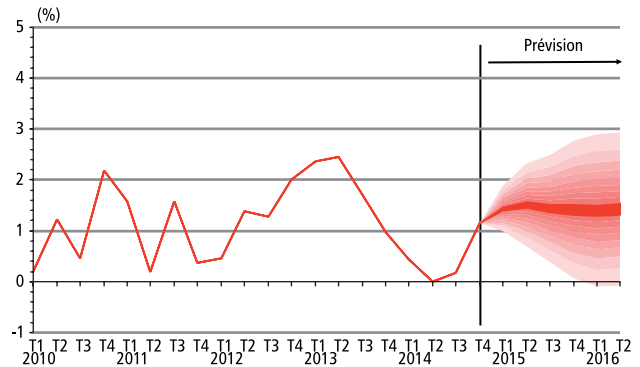
Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2015 T1 – 2016 T2

	2015			2016			Moyenne		HP*
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	2015	1 ^{er} semestre 2016	
Prévision centrale (%)	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2015 T1 - 2016 T2 (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

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب