



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 35 / 2015

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 16 juin 2015





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 16 juin 2015



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
Aperçu général	9
1. Orientation de l'offre et de la demande globale.....	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	17
1.3 Investissement	17
1.4 Comptes extérieurs	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	22
3. Environnement international et prix à l'importation	24
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde.....	24
3.2 Prix des matières premières et inflation.....	29
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc.....	31
4. Conditions monétaires et prix des actifs	33
4.1 Conditions monétaires.....	33
4.2 Prix des actifs	40
5. Evolution récente de l'inflation	44
5.1 Evolution de l'inflation	44
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	45
5.3 Biens et services	45
5.4 Indice des prix à la production industrielle	46
5.5 Anticipations d'inflation	47
6. Perspectives de l'inflation.....	48
6.1 Hypothèses du Scénario de base	48
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	52

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T1 2015-T1 2016	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	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	19
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement	19
Graphique E1.1.1	: Soldes du budget	20
Graphique E1.1.2	: Recettes ordinaires.....	20
Graphique E1.1.3	: Dépenses globales.....	20
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires	21
Graphique 1.11	: Evolution des exportations.....	21
Graphique 1.12	: Evolution des ventes des secteurs automobile, et textile et cuir	21
Graphique 1.13	: Evolution des importations,	22
Graphique 1.14	: Evolution des exportations de phosphates	22
Graphique 1.15	: Evolution des importations du pétrole brut	22
Graphique 2.1	: Evolution de l'output gap non agricole.....	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	30
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	31
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	31
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	32
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'importation hors énergie en glissement annuel.....	33
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'importation hors énergie en glissement trimestriel.....	33
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement trimestriel	34
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'importation des produits énergétiques en glissement annuel	34
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire	35

Graphique 4.2	: Evolution des taux débiteurs	35
Graphique 4.3	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor	36
Graphique 4.4	: Variation en glissement annuel de M3	36
Graphique E 4.1.1	: Evolution de l'effet des FALB par trimestre.....	37
Graphique E 4.1.2	: Evolution de l'effet des FALB par mois.....	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires	37
Graphique E 4.1.4	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	37
Graphique E 4.1.5	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire	38
Graphique 4.5	: Ecart monétaire	38
Graphique 4.6	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire	39
Graphique 4.7	: Variation en glissement annuel des composantes de M3	39
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel du crédit	39
Graphique 4.9	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit	39
Graphique 4.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	40
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes	41
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	41
Graphique 4.13	: Evolution du taux de change du dirham	42
Graphique 4.14	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham	42
Graphique 4.15	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers	42
Graphique 4.16	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et des crédits à l'habitat	43
Graphique 4.17	: Evolution quotidienne de l'indice MASI	43
Graphique 4.18	: Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI depuis le début de l'année	43
Graphique 4.19	: Evolution de l'encours des bons du Trésor	44
Graphique 4.20	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	44
Graphique 4.21	: Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur	44
Graphique 4.22	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM	45
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente,	46
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	47
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX.....	47
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	48
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables	48
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux	48
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	48
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	49
Graphique 5.9	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels	49
Graphique 5.10	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	49
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2015 T2 - 2016 T3.....	55

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité	15
Tableau E 1.1.1	: Changement de la structure économique	18
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale à fin mai	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	30
Tableau 3.4	: Evolution de l'inflation dans le monde	32

Tableau 3.5	: Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde	32
Tableau 3.6	: Evolution de l'IPM	33
Tableau 4.1	: Taux créditeurs	36
Tableau 4.2	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	36
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	46
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers	47
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	47
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés	48
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services	48
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2015 T2 –2016 T3	55

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Comptes nationaux, changement de l'année de base et prévision 2015.....	18
Encadré 1.2	: Exécution budgétaire à fin avril 2015	20
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	37

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 16 juin 2015

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 16 juin 2015.
2. Lors de cette réunion, le Conseil a examiné et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2014.
3. Le Conseil a également analysé les évolutions récentes de la conjoncture économique, monétaire et financière ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du troisième trimestre de 2016.
4. Sur le plan international, le Conseil a noté la lenteur de la reprise dans la zone euro, le PIB ayant progressé de 1% au premier trimestre après 0,9% un trimestre auparavant et le taux de chômage ayant pour sa part légèrement reculé en avril à 11,1%. Aux Etats-Unis, en dépit de l'impact négatif de certains facteurs transitoires au premier trimestre, la croissance en glissement annuel s'est consolidée à 2,7% après 2,4%, tandis que le taux de chômage est resté stable en mai à 5,5%. En revanche, l'essoufflement de l'activité s'est poursuivi dans les principaux pays émergents, avec un ralentissement de la croissance à 7% en Chine, à 6,1% en Inde et une contraction du PIB de 1,6% au Brésil. En termes de perspectives, le FMI a revu à la hausse en avril sa projection de croissance en 2015 pour la zone euro de 1,2% à 1,5% et à la baisse celle des Etats-Unis de 3,6% à 3,1%, avant de la ramener à 2,5% en mai dans le cadre de l'évaluation au titre de l'Article IV. Sur les marchés des matières premières, le prix du Brent a accusé en mai une régression de 40,6% en glissement annuel à 65,2 dollars le baril en moyenne, mais est ressorti en hausse de 9,0% par rapport à son niveau d'avril et de 33,2% en comparaison à celui de janvier. Dans ces conditions, l'inflation s'est accélérée dans la zone euro à 0,3% en mai après un taux nul un mois auparavant, alors qu'aux Etats-Unis elle s'est établie à -0,2% en avril après -0,1% en mars. Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu lors de sa réunion du 3 juin son taux directeur inchangé et a indiqué la poursuite de son programme d'achat d'actifs jusqu'à fin septembre 2016 et en tout cas, jusqu'à observation d'un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de stabilité des prix. De même, la Fed a gardé le 29 avril ses taux inchangés en indiquant que la durée de leur maintien dans la fourchette cible actuelle dépend des progrès dans la réalisation de ses objectifs d'emploi maximum et d'inflation de 2%. Au total, l'ensemble de ces évolutions ne laissent pas présager de pressions inflationnistes d'origine externe.
5. Au niveau national, les données publiées le 4 juin selon la nouvelle année de base 2007, qui se substitue désormais à 1998, indiquent une croissance de 2,4% en 2014, résultat d'un repli de 2,5% de la valeur ajoutée agricole et d'une progression de 3,1% du PIB non agricole. Pour 2015, la croissance se situerait autour de 5%, tirée par une hausse de près de 15% de la valeur ajoutée agricole, alors que le rythme des activités non agricoles devrait s'accélérer légèrement pour avoisiner 3,5%. Sur le marché du travail, les données du premier trimestre montrent une création nette de 27.000 emplois et une diminution du taux d'activité de 0,7 point à 47%. Le taux de chômage est ressorti ainsi en baisse de 0,3 point à 9,9% au niveau national et à 14,3% en milieu urbain. Sur la base de ces éléments, l'output gap non agricole demeure négatif et devrait le rester à moyen terme, dénotant ainsi de l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande.
6. S'agissant des comptes extérieurs, selon les données préliminaires à fin mai, le déficit commercial s'est allégé de 25,3%, reflétant un recul des importations de 9,6% sous l'effet essentiellement de la contraction de la facture énergétique de 33,3%. En parallèle, les exportations ont poursuivi leur dynamisme avec une hausse de 5,8% traduisant notamment une amélioration de 22,3% des expéditions de phosphates et dérivés et de 15,4% des ventes de la construction automobile. Concernant les autres rubriques du compte courant, les recettes voyages ont accusé une diminution de 6,4%, alors que les transferts des MRE se sont accrus de 5,5%. Au vu de ces données et sur la base d'un prix moyen du baril de Brent à 63 dollars et d'un flux de dons des pays du CCG de 13 milliards de dirhams, le déficit du compte courant devrait se situer autour de 3% en 2015. Ces évolutions, conjuguées à une hausse de 22,8% des flux nets au titre des IDE, se sont reflétées au niveau des

réserves de change qui ont atteint à fin mai 194 milliards de dirhams ou l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services. Elles devraient continuer de s'améliorer pour en assurer une couverture avoisinant 6 mois d'importations au terme de l'année en cours.

7. Au plan des finances publiques, les recettes ordinaires se sont renforcées à fin avril de 4,8%, tirées essentiellement par le produit des monopoles qui est passé de 429 millions à 4,2 milliards, la progression des rentrées fiscales étant restée limitée à 0,4%. En parallèle, les dépenses globales ont enregistré un recul de 7,1%, traduisant essentiellement des diminutions de 59,6% de la charge de compensation et de 6,7% des dépenses d'investissement. Au total, l'exécution budgétaire sur les 4 premiers mois de l'année s'est soldée par un repli de 49,6% du déficit budgétaire. Si cette tendance se maintient, l'objectif d'un déficit à 4,3% du PIB à fin 2015, fixé dans le cadre de la loi de finances, serait atteint.
8. Pour ce qui est de la sphère monétaire, les données du mois d'avril font apparaître un léger ralentissement de l'agrégat M3 à 6,8% après 7,1% en moyenne au premier trimestre, traduisant notamment une diminution du rythme du crédit bancaire de 3,8% à 2,5%. La modération de la progression du crédit serait liée, selon les résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit de Bank Al-Maghrib auprès du secteur bancaire, à la baisse de la demande des entreprises alors que celle émanant des particuliers aurait augmenté, notamment pour les prêts immobiliers. Pour 2015, le taux d'accroissement de M3 devrait se situer à 6% et celui du crédit bancaire autour de 4%. L'écart monétaire ressort ainsi négatif, dénotant de l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. S'agissant de la liquidité bancaire, elle s'est améliorée au cours des mois d'avril et de mai de 3,4 milliards par rapport au premier trimestre, reflétant principalement le renforcement des réserves de change. En conséquence, la Banque a réduit le volume de ses interventions, le ramenant de 42,5 milliards à 39,1 milliards en moyenne hebdomadaire. S'agissant des conditions débitrices, le taux débiteur global s'est inscrit en recul de 22 points de base à 5,81%, sous l'effet des baisses du taux directeur de septembre et de décembre 2014. Cette diminution a concerné toutes les catégories de crédit, à l'exception des prêts à la consommation.
9. Sur le marché des actifs, l'indice des prix des biens immobiliers a connu au premier trimestre un léger recul de 0,2% en glissement annuel, avec une diminution de 1,6% pour les locaux à usage commercial et une quasi-stagnation pour les biens résidentiels, alors que les prix du foncier se sont appréciés de 0,4%. Au niveau du compartiment boursier, après une hausse de 6,8% au premier trimestre, l'indice de référence s'est inscrit dans une tendance baissière, enregistrant au 10 juin un recul de 0,3% depuis le début de l'année.
10. Dans ces conditions, l'inflation s'est établie à 1,7% en avril après 1,5% au premier trimestre, résultat essentiellement d'une accélération des prix des produits alimentaires à prix volatils de 2,4% à 3,3%. L'inflation sous-jacente qui traduit la tendance fondamentale des prix, est restée, quant à elle, quasi inchangée à 1,4%, avec une stabilité à 1,6% pour les biens échangeables et une légère hausse à 1,3% pour les produits non échangeables. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur mouvement baissier, avec une nouvelle diminution en glissement annuel de 5,1% en avril après celle de 5,9% en moyenne au cours du premier trimestre.
11. Tenant compte de l'ensemble de ces évolutions, de l'effet du relèvement du SMIG devant entrer en vigueur en juillet et de l'évolution prévue du cours du pétrole sur le marché international, l'inflation devrait rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Elle s'établirait à 1,5% en 2015 et à 1,4% en moyenne sur les six prochains trimestres.
12. Dans ce contexte caractérisé par une prévision centrale d'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix mais entourée encore d'incertitudes liées sur le plan externe en particulier à l'évolution à moyen terme du cours du pétrole, 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.

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du premier trimestre 2015, la reprise de l'activité économique est restée modérée dans la zone euro, avec une progression du PIB de 1% après 0,9% le trimestre précédent. Aux Etats-Unis, la croissance a enregistré une accélération de 2,4% à 2,7%, mais en glissement trimestriel, elle ressort en décélération sous l'effet en particulier des conditions climatiques rigoureuses et des grèves dans les ports de la côte ouest. En revanche, le PIB au Japon a connu une accentuation de sa contraction de 0,8% à 1,4%, tandis qu'au Royaume-Uni, un ralentissement de son rythme d'accroissement annuel de 3% à 2,4% a été enregistré. Dans ce contexte, le taux de chômage a accusé un léger recul en avril de 11,2% à 11,1% dans la zone euro, et s'est stabilisé à 5,5% aux Etats-Unis selon les données du mois de mai.

Au niveau des principaux pays émergents, l'essoufflement de l'activité se poursuit avec une décélération de la croissance de 7,3% à 7% en Chine et de 6,8% à 6,1% en Inde, alors qu'au Brésil, la contraction du PIB s'est accentuée de 0,2% à 1,6%. En Turquie, la croissance s'est établie à 2,5% pour le troisième trimestre consécutif.

En termes de perspectives, les prévisions du FMI du mois d'avril tablent sur une accélération de la croissance à 2,4% en 2015 et en 2016 dans les économies avancées et sur une baisse à 4,3% suivie d'une amélioration à 4,7% dans les pays émergents et en développement. Pour ce qui est de l'emploi, le Fonds prévoit un taux de chômage de 5,5% en 2015 et de 5,1% en 2016 aux Etats-Unis et de 11,1% puis 10,6% dans la zone euro.

S'agissant des marchés financiers, les indices boursiers des principales économies avancées ont connu des évolutions différenciées entre avril et mai, avec des hausses pour le Dow Jones et le NIKKEI 225 et des diminutions pour l'EUROSTOXX50, le DAX 30, le CAC 40 et le FTSE 100. Pour les pays émergents, le MSCI EM s'est accru de 0,2% entre avril et mai, recouvrant une régression de 5,1% pour l'Inde et des progressions de 1,3% pour la Chine et de 3,1% pour la Turquie. Sur les marchés obligataires, les taux de rendement à 10 ans se sont inscrits entre avril et mai en hausse, passant de 1,9% à 2,2% pour les Etats-Unis, de 0,2% à 0,6% pour l'Allemagne, de 0,4% à 0,9% pour la France et de 1,3% à 1,7% pour l'Espagne. Au niveau du marché des changes, l'euro s'est apprécié de 3,4% vis-à-vis du dollar, de 4,2% contre le yen japonais, et est demeuré inchangé par rapport à la livre sterling.

En ce qui concerne les décisions de politique monétaire, la BCE a maintenu le 3 juin son taux directeur inchangé, tout en poursuivant la mise en œuvre de son programme de rachat élargi. De même, lors de sa réunion du 28-29 avril, la Fed a gardé ses taux inchangés et a indiqué que la durée pendant laquelle ce niveau sera maintenu dépend des progrès dans la réalisation de ses objectifs d'emploi maximum et d'inflation à 2%. Pour ce qui est du crédit bancaire, après une légère hausse de 0,1% dans la zone euro, son niveau a stagné en avril, tandis qu'aux Etats-Unis son rythme d'évolution annuelle a décéléré à 7,9% en mai au lieu de 8,1%, un mois auparavant.

Au niveau des pays émergents, la Banque centrale de Chine a réduit son taux directeur, le 10 mai, de 25 points de base à 5,10% et celle de la Russie de 14% à 12,5% le 30 avril. En revanche, la Banque Centrale du Brésil a poursuivi son resserrement monétaire pour lutter contre les pressions inflationnistes, relevant ainsi son taux de 13,25% à 13,75% le 3 juin.

Au niveau des marchés des matières premières, les cours sont restés en mai largement inférieurs à ceux enregistrés une année auparavant. Les indices des prix des produits agricoles et des métaux de base ont accusé des reculs respectifs de 28,7% et 6%. Pour ce qui est des produits énergétiques, le cours du Brent s'est établi en moyenne à 65,2 dollars le baril, en repli de 40,6% d'une année à l'autre, mais en hausse de 9% par rapport à son niveau d'avril. En ce qui concerne les phosphates et dérivés, les cours ont connu en mai une augmentation de 2,7% à 115 dollars la tonne en moyenne pour le phosphate brut, de 4,1% à 380\$/t pour le TSP et de 5,7% à 470\$/t pour le DAP. Quant au cours du blé dur, il a diminué en mai de 3,7% en glissement mensuel et de 35,7% en glissement annuel.

Dans ces conditions, après un taux nul en avril, l'inflation a enregistré une accélération à 0,3% dans la zone euro au mois de mai. Aux Etats-Unis, les données du mois d'avril indiquent une accentuation de la baisse des prix de 0,1% à 0,2%. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

Au niveau national, les données élaborées selon la nouvelle année de base de 2007 publiées par le HCP le 4 juin 2015 font ressortir une croissance de 2,4% en 2014 recouvrant une baisse de la valeur ajoutée agricole de 2,5% et une hausse du PIB non agricole de 3,1%. Pour l'année 2015, la croissance devrait se situer à 4,8% portée par une production céréalière record de 110 millions de quintaux. En revanche, le rythme des activités non agricoles devrait rester limité à 3,5%. Sur le marché du travail, le taux de chômage a accusé une baisse de 0,3 point à 9,9% au premier trimestre 2015, avec une diminution à 14,3% en milieu urbain et à 4,7% en zones rurales. Sur cette base, et tenant compte des données de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie qui indiquent un taux d'utilisation des capacités à 71% en avril, l'output gap non agricole continue à enregistrer des valeurs négatives, laissant présager l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande.

S'agissant des comptes extérieurs, le déficit commercial poursuit son allègement, enregistrant une diminution de 25,3% à fin mai par rapport à la même période de 2014. Les importations ont accusé un repli de 9,6%, avec notamment une baisse de 33,3% de la facture énergétique, alors que les exportations ont augmenté de 5,8%, traduisant principalement une amélioration de 22,3% des expéditions des phosphates et dérivés et de 15,4% de la construction automobile. Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes voyages ont baissé de 6,4%, contre une progression de 3,7% sur la même période de 2014, tandis que les transferts des MRE ont augmenté de 5,5% après un repli de 1,1%. Sur la base de ces données et sous les hypothèses d'un prix moyen de 63 dollars le baril du Brent et de l'encaissement des recettes au titre des dons du CCG prévues à 13 milliards de dirhams dans la loi des finances 2015, le déficit du compte courant devrait se situer autour de 3% du PIB au terme de 2015 après 5,6% en 2014. Tenant compte de l'évolution des flux nets d'IDE qui se sont accrus de 22,8% et de celle des autres composantes du compte financier, l'encours des réserves internationales nettes a atteint 194 milliards de dirhams à fin mai ou l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services. Il devrait se renforcer davantage pour terminer l'année à un niveau autour de 6 mois d'importations.

Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin avril s'est soldée par un déficit de 15 milliards, en réduction de près de la moitié par rapport à 2014. Ce résultat est attribuable à l'augmentation de 4,8% des recettes ordinaires, tirée principalement par une progression de 0,4% des recettes fiscales et de 57,4% de celles non fiscales. Elle s'explique également par le repli de 7,1% des dépenses globales, sous l'effet notamment de la baisse de 59,6% de la charge de compensation et de 6,7% des dépenses d'investissement, alors que la masse salariale s'est inscrite en hausse de 1,2%. Le solde ordinaire ressort négatif à 2,2 milliards, en atténuation toutefois de 9,6 milliards par rapport à fin avril 2014. Au terme de 2015, l'objectif d'un déficit de 4,3% du PIB fixé dans la loi de finances devrait être atteint.

Sur le plan monétaire, le rythme de croissance de l'agrégat M3 a légèrement ralenti, revenant de 7,1% en moyenne au premier trimestre à 6,8% en avril 2015. L'écart monétaire demeure ainsi à un niveau négatif dénotant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. Pour ce qui est du crédit bancaire, il a décéléré de 3,8% à 2,5%, recouvrant une contraction après une hausse des prêts aux entreprises et une accélération de ceux destinés aux particuliers. Au terme de 2015, et tenant compte des données disponibles à fin mai, sa progression devrait avoisiner 4%. Sous l'effet du renforcement des réserves de change, le besoin de liquidité bancaire s'est établi à 38,7 milliards de dirhams en moyenne au cours des mois d'avril et mai, en baisse de 3,4 milliards par rapport au trimestre précédent. Dans ces conditions, les interventions de Bank Al-Maghrib ont porté sur un montant de 39,1 milliards permettant de maintenir le taux interbancaire à 2,51% en moyenne. Pour les taux débiteurs, et sous l'effet des baisses du taux directeur décidées en septembre et en décembre 2014, ils ont accusé une diminution de 22 points de base à 5,81% au premier

trimestre 2015, reflétant le repli des taux appliqués à l'ensemble des catégories de crédit à l'exception de ceux assortissant les prêts à la consommation. De même, les taux créditeurs ont enregistré une baisse de 9 points de base au premier trimestre 2015, revenant à 3,76%. Par ailleurs, le taux de change effectif du dirham s'est déprécié au premier trimestre 2015 de 0,34% en termes nominaux et s'est apprécié de 0,18% en termes réels.

Sur le marché des actifs, les prix de l'immobilier ont enregistré au premier trimestre 2015 une légère hausse de 0,2% d'une année à l'autre, recouvrant un accroissement de 0,4% pour le foncier, un recul de 1,6% pour les locaux à usage commercial et une quasi-stagnation pour les biens résidentiels. Pour ce qui est du volume des transactions, après une hausse de 11,9% en 2014, il a connu une progression de 7,4% qui a concerné toutes les catégories de biens.

S'agissant du marché boursier, après une hausse de 6,8% au premier trimestre, l'indice de référence a accusé une baisse de 5,4% au mois de mai, ramenant sa performance sur les 5 premiers mois de l'année à 0,9%. Le volume des transactions a atteint 16,0 milliards de dirhams au cours de cette période, contre 16,5 milliards une année auparavant.

Dans ces conditions, l'accélération de l'inflation observée à partir du quatrième trimestre 2014 s'est poursuivie, avec un taux de 1,7% en avril et une moyenne de 1,6% au cours des quatre premiers mois de l'année. Cette évolution reflète essentiellement la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 2,6% en moyenne depuis le début de l'année contre une baisse de 5,6% en 2014. L'inflation sous-jacente est demeurée quasi-stable à 1,4% entre janvier et avril au lieu de 1,2% en 2014, avec une accélération des prix de 1,4% à 1,6% pour les biens échangeables et de 0,9% à 1,2% pour les biens non échangeables. Par ailleurs, les prix à la production des industries manufacturières ont poursuivi leur baisse entamée depuis début 2013, accusant un repli annuel de 5,1% en avril après celui de 4,9% un mois auparavant, en liaison principalement avec la diminution de 32,5% des prix de la branche «cokéfaction et raffinage» après celle de 31,6%.

Sur la base de l'ensemble de ces évolutions et tenant compte de l'effet des hausses du SMIG et des tarifs d'eau et d'électricité, ainsi que de l'évolution prévue des cours des produits pétroliers, l'inflation devrait rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Elle s'établirait à 1,5% en 2015, à 1,4% en moyenne sur les six prochains trimestres et à 1,3% au terme de l'horizon de prévision, soit le troisième trimestre 2016.

بنك المغرب
بنك المغرب

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

Au premier trimestre 2015, la croissance nationale se serait établie à 4,7% recouvrant une hausse de 14% de la valeur ajoutée agricole et de 3,1% du PIB non agricole. Sur la base d'une production céréalière de 110 millions de quintaux, selon les estimations du Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, et tenant compte du changement de l'année de base des comptes nationaux à 2007, la prévision de la croissance au titre de l'année 2015 a été révisée à la baisse, à 4,8%, avec un accroissement de 15% de la valeur ajoutée agricole et de 3,5% du PIB non agricole. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages devrait tirer profit de l'amélioration des revenus agricoles ainsi que du niveau modéré de l'inflation. L'investissement, quant à lui, reste tributaire de la cadence d'exécution budgétaire ainsi que du climat général des affaires.

1.1 Production

Sur l'ensemble de l'année 2014, la croissance s'est établie à 2,4%, reflétant une hausse de 3,1% du PIB non agricole et un repli de 2,5% de la valeur ajoutée agricole. La performance des activités non agricoles recouvre une poursuite d'un faible rythme de la valeur ajoutée et une accélération pour la deuxième année consécutive de la contribution des impôts sur les produits nets des subventions. En effet, la croissance de la valeur ajoutée non agricole s'est établie à 2% en 2014 après 1,9% en 2013 et celles des impôts nets a 13,4% après 14,7%.

Au premier trimestre 2015¹, l'activité nationale se serait améliorée de 4,7%, reflétant une hausse de 14% de la valeur ajoutée agricole et de 3,1% du PIB non agricole. Cette performance est due à une campagne agricole exceptionnelle et à la faible amélioration des activités non agricoles.

Au plan sectoriel, selon le Ministère de l'Agriculture, la production céréalière est estimée à 110 millions de quintaux au titre de la campagne agricole 2014/2015, répartie à hauteur de 55 millions de quintaux pour le blé tendre, 33 millions pour l'orge et 22 millions pour le blé dur.

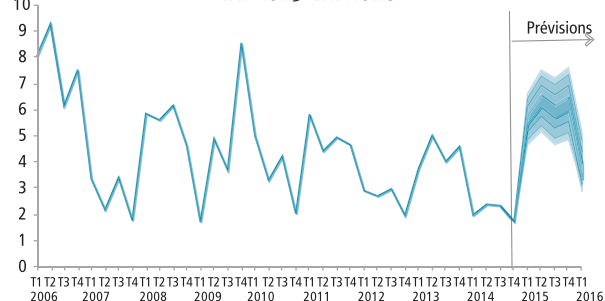
Concernant les activités secondaires, le rythme de croissance de la valeur ajoutée des industries extractives se serait inscrit en baisse de 6,5% au premier trimestre, contre une progression de 6,4% au même trimestre de l'année précédente. Cette évolution résulte de la baisse de 12,3% de

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel¹ aux prix chaînés par grandes branches d'activité, en % (en glissement annuel)

Branches d'activités	2013			2014			2015		
	TII	TIH	TIV	TI	TIH	TIH	TIV	TI _p	TI _p
Agriculture	20.2	18.7	21.2	-1.8	-2.0	-1.6	-1.4	14.0	15.7
VA non agricole	2.6	1.5	2.0	2.6	3.1	3.1	2.3	3.1	3.2
Industrie extractive	1.7	-2.9	-6.6	6.4	6.8	6.5	-2.8	-6.5	-6.5
Industrie de transformation	1.1	-0.7	2.3	0.9	1.3	3.0	1.6	1.7	1.9
Electricité et eau	-1.1	1.7	5.8	3.8	5.0	2.1	3.0	4.8	4.6
Bâtiment et travaux publics	-1.3	3.8	6.0	0.3	0.2	0.5	0.6	1.0	1.6
Commerce	1.6	1.0	1.9	1.4	1.7	1.7	1.9	2.0	2.1
Hôtels et restaurants	6.2	3.2	3.7	6.6	3.9	0.5	-3.4	-3.5	-3.0
Transports	3.0	3.3	2.9	5.0	5.6	3.2	2.7	3.5	3.6
Postes et télécommunications	3.2	1.4	1.4	4.9	7.0	6.5	5.9	6.8	6.3
Administration publique générale et sécurité sociale	6.0	1.7	0.0	2.6	2.2	2.0	2.0	2.5	3.0
Autres services*	3.3	2.6	2.7	4.0	4.2	4.4	3.9	4.2	4.4
Impôts sur les produits nets des subventions	6.4	6.8	5.8	2.7	3.7	2.6	2.4	2.8	3.2
PIB hors agriculture	2.9	2.0	2.3	2.6	3.2	3.0	2.3	3.1	3.2
Produit intérieur brut	5.0	4.1	4.6	2.0	2.4	2.4	1.8	4.7	5.2

(*) Comprenant 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 T1 2015-T1 2016



Sources : HCP et prévisions de BAM.

¹EN ATTENDANT LA PUBLICATION DES NOUVELLES SÉRIES TRIMESTRIELLES BASE 2007 PAR LE HCP, LE CHAPITRE REPOSE SUR LES DONNÉES TRIMESTRIELLES DES COMPTES NATIONAUX ÉTABLIES SUR LA BASE 1998.

la production marchande de phosphate brut contre une progression de 4,3%.

Au second trimestre de l'année, l'industrie minière devrait continuer à évoluer avec le même rythme enregistré au trimestre précédent.

Pour sa part, la valeur ajoutée des industries de transformation aurait crû de 1,7% au premier trimestre, contre 0,9% un an auparavant, et devrait croître de 1,9% au second trimestre de l'année au lieu de 1,3%.

Les indicateurs mensuels disponibles montrent que les ventes d'électricité à haute et moyenne tensions ont enregistré une progression de 1,2% au premier trimestre après 1,5% une année auparavant.

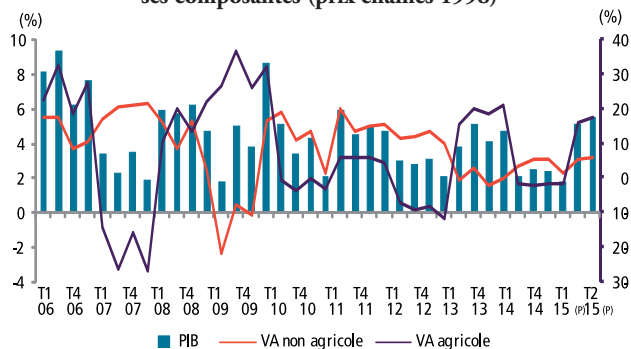
Par ailleurs, selon l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie du mois d'avril, le taux d'utilisation des capacités de production a marqué une hausse de 5 points de pourcentage par rapport au mois précédent pour s'établir à 71%. Dans ce contexte, les industriels anticipent une amélioration de la production et des ventes au cours des trois prochains mois de l'année.

Après une progression de 3,8% au premier trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée de la branche électricité et eau devrait s'accroître de 4,8% au premier trimestre. Cette évolution serait liée à la hausse de la production nette locale de l'ONEE de 8,2%, après 3,8% au premier trimestre de l'année précédente. Au deuxième trimestre 2015, cette branche devrait enregistrer un taux de croissance de 4,6%.

S'agissant du BTP, sa valeur ajoutée aurait crû de 1% au premier trimestre 2015, après 0,3% au même trimestre de l'année écoulée et 0,6% au trimestre précédent, et devrait augmenter de 1,6% au deuxième trimestre. Ces prévisions sont corroborées par l'évolution des ventes de ciments qui ont affiché une hausse de 0,6% après une baisse de 3,2% au premier trimestre une année auparavant.

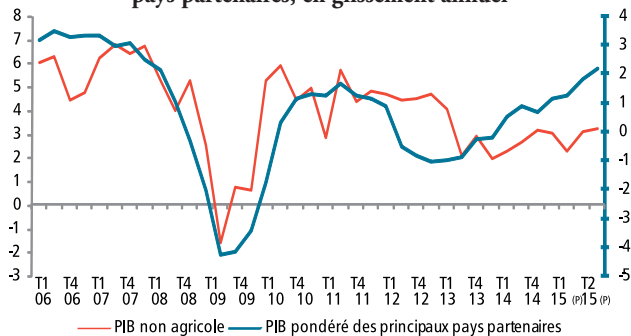
Concernant le secteur tertiaire, la valeur

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



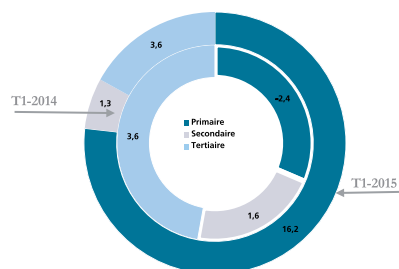
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

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.

ajoutée des postes et télécommunications aurait augmenté de 6,8% au premier trimestre, et devrait légèrement ralentir à 6,3% au second trimestre.

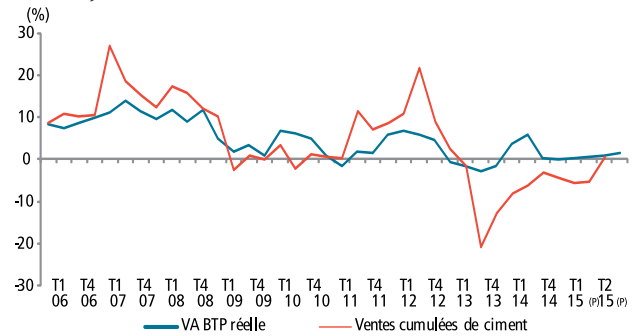
Pour leur part, les valeurs ajoutées des branches du commerce et du transport, conditionnées par la performance des autres branches, auraient progressé respectivement de 2% et 3,5% au premier trimestre et devraient croître de 2,1% et de 3,6% au deuxième trimestre.

La valeur ajoutée de la branche hôtels et restaurants aurait baissé de 3,5% après une progression de 6,6% au premier trimestre 2014. Cette perspective est corroborée par les données préliminaires des échanges extérieurs à fin avril qui font ressortir une baisse de 5,4% des recettes voyages contre une hausse de 6,5% une année auparavant.

De surcroît, les données du Ministère du Tourisme relatives au premier trimestre indiquent une baisse de 0,5% des arrivées aux postes frontières et un repli du taux d'occupation des établissements hôteliers à 38% en moyenne sur les trois premiers mois de l'année. Sous l'hypothèse d'une poursuite de cette orientation, la valeur ajoutée de la branche devrait baisser de 3% au deuxième trimestre de l'année en cours.

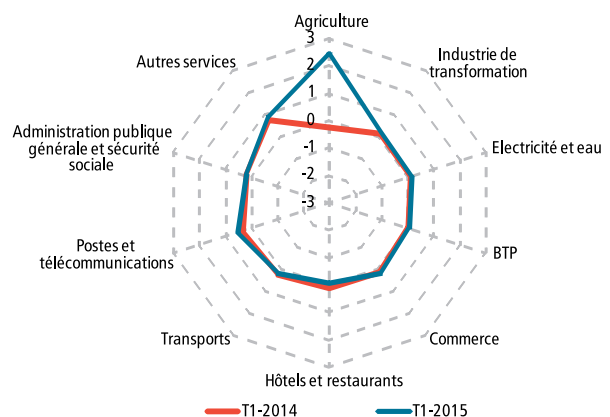
Au total, les prévisions de croissance au titre de 2015 ont été révisées à la baisse comparativement à celles communiquées dans le dernier rapport sur la politique monétaire. La croissance est prévue à 4,8% contre une prévision initiale de 5%. Cette évolution refléterait une réévaluation à la hausse de la croissance agricole et à la baisse de celle du PIB non agricole de 4% à 3,5%. Ces ajustements tiennent compte d'une production céréalière record estimée à 110 millions de quintaux, contre une hypothèse de 90 millions de quintaux retenus dans le précédent RPM, ainsi que du changement des comptes nationaux.

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.

Encadré 1.1 : Comptes nationaux, changement de l'année de base et prévision 2015

Le HCP a publié les premières données des comptes nationaux élaborées avec 2007 comme nouvelle année de base. Ce changement de l'année de base des comptes nationaux de 1998 à 2007 ne seraient pas sans impact sur les prévisions macroéconomiques à moyen terme de BAM. En effet, les changements des structures et la variation des volatilités devraient impacter significativement les élasticités estimées.

Entre 2007 et 2013, la structure des comptes nationaux a connu un changement au niveau des principaux agrégats macroéconomiques. Le changement de l'année de base a impacté aussi bien les éléments de la demande que ceux de l'offre. En effet, le secteur primaire représentait 13,8% du PIB en moyenne entre 2007 et 2013 selon l'ancienne structure et 12,5% avec le nouveau système. S'agissant du secteur secondaire, sa contribution au PIB a été révisée à la baisse à 25,8% en moyenne sur la période contre 26,6% au profit du secteur tertiaire dont la part au PIB s'est élevée en moyenne à 52,1% contre 50,3%.

Pour ce qui est de la valeur ajoutée non agricole, les ajustements apportés aux comptes nationaux font ressortir une hausse limitée à 2% en 2014 (base 2007) contre une évolution moyenne de 2,8% selon les comptes nationaux trimestriels base 1998.

Sur la base des éléments disponibles, il est retenu une prévision de 2,8% de la valeur ajoutée non agricole pour 2015. En parallèle, la croissance des impôts sur les produits nets des subventions s'est accélérée pour s'établir en 2014 selon les comptes nationaux (base 2007) à 13,4% contre une moyenne annuelle de 2,8% (comptes trimestriels). Cet ajustement résulte de la prise en compte de l'importante diminution de 9 milliards de la charge de compensation. Bénéficiant d'une poursuite de l'allègement de la charge de compensation en 2015, l'évolution de la valeur ajoutée des impôts sur les produits nets des subventions devrait s'établir à 11,9%, portant ainsi la croissance du PIB non agricole à 3,5%.

Au total, la prévision de croissance au titre de l'année 2015 s'établirait à 4,8%, reflétant un accroissement de 15% de la valeur ajouté agricole et de 3,5% du PIB non agricole.

Tableau E 1.1.1 : Changement de la structure économique

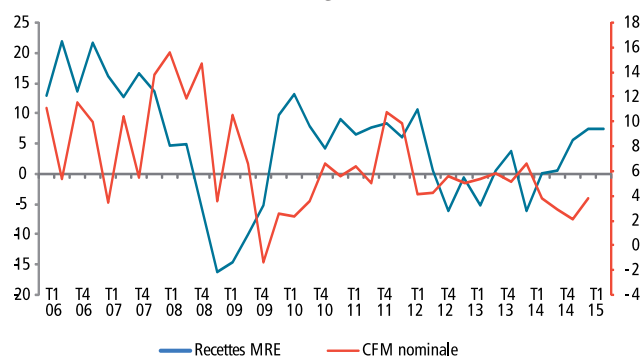
	Base 2007	Base 1998	Ecart
Secteur primaire	12,5	13,8	-1,3
Secteur secondaire	25,8	26,6	-0,8
Secteur tertiaire	52,1	50,3	1,8
Valeur ajoutée non agricole	78,7	77,8	0,9
Impôts sur les produits nets des subventions	9,6	9,3	0,2
PIB non agricole	88,3	87,2	1,1

1.2 Consommation

La consommation finale nationale a enregistré une certaine décélération en 2014. En effet, la croissance de la consommation finale des ménages est revenue de 3,7% en 2013 à 3,2%, induisant une baisse de sa contribution à la croissance de 2,8 points à 1,9 point de pourcentage. En parallèle, la consommation finale des administrations publiques s'est limitée à 1,8% en 2014 contre 4,2% en 2013, soit un repli de 0,5 point de sa participation à la croissance à 0,3 point de pourcentage.

En 2015, elle devrait s'accélérer légèrement à 3,4%, tirant profit notamment des effets directs et indirects liés à l'amélioration des revenus

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



Sources : HCP, Office des changes et calculs BAM.

agricoles et ce, dans un contexte de poursuite de la modération des prix à la consommation et de hausse des revenus extérieurs. Cette légère reprise devrait être soutenue par une relative amélioration de la situation sur le marché du travail. En effet, le taux de chômage a marqué une baisse de 0,3 point au premier trimestre 2015, passant en une année de 10,2% à 9,9%.

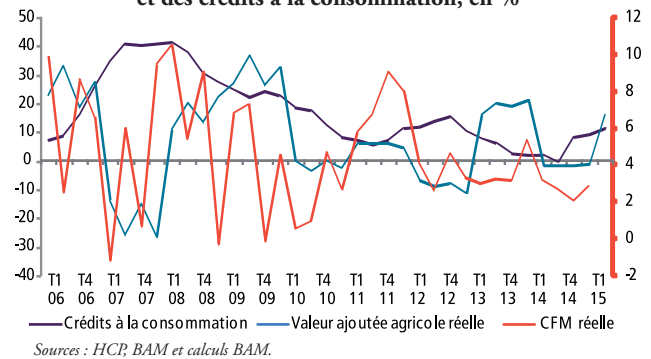
Concernant la consommation publique, elle aurait été en hausse, au premier trimestre 2015, comme le laisse indiquer l'augmentation enregistrée par les dépenses de fonctionnement. En effet, au premier trimestre 2015, la situation des charges et ressources du Trésor fait ressortir une accélération de la hausse des dépenses de fonctionnement à 5,7% contre 4,2% un an auparavant.

1.3 Investissement

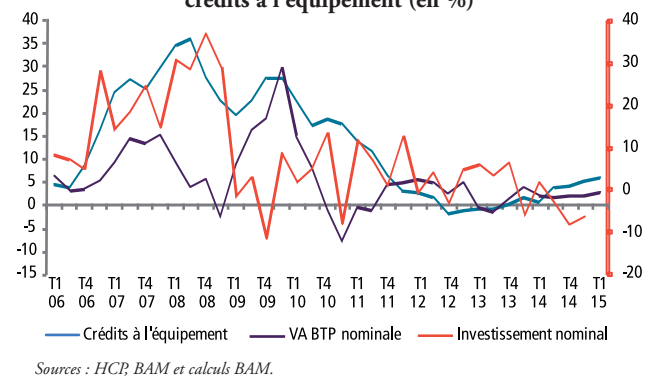
L'investissement a baissé en 2014, en liaison aussi bien avec une contraction de 0,4% de la formation brute de capital fixe et de 23,3% de la variation des stocks. Sa contribution à la croissance est devenue ainsi négative à 1,1 point de pourcentage en 2014 après une participation positive de l'ordre de 1,8 point en 2013. Au regard des évolutions récentes des indicateurs disponibles à fin avril 2015, l'investissement serait marqué en 2015 par un relatif redressement de la formation brute de capital fixe parallèlement à une nouvelle baisse des stocks.

A fin avril 2015, les indicateurs disponibles tendent à confirmer cette orientation, avec notamment un accroissement de 6,5% des importations de biens d'équipement contre une baisse de 4,1% un an auparavant, une hausse de 7,5% contre un repli de 45,1% des entrées des investissements directs étrangers. En parallèle, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture du mois d'avril font ressortir notamment une progression des dépenses d'investissement aux cours des trois prochains mois.

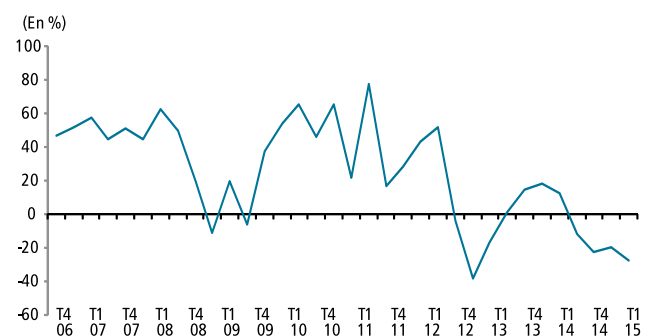
Graphique 1.8 : Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation, en %



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

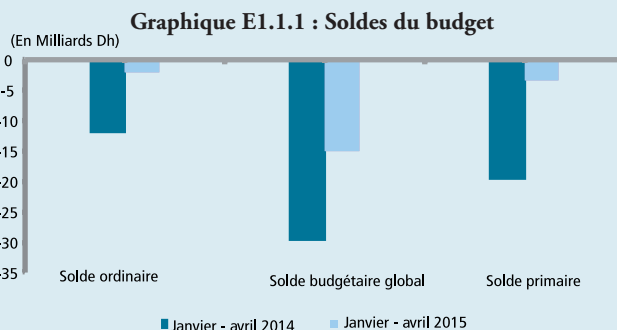


Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires*



Encadré 1.2 : Exécution budgétaire à fin avril 2015

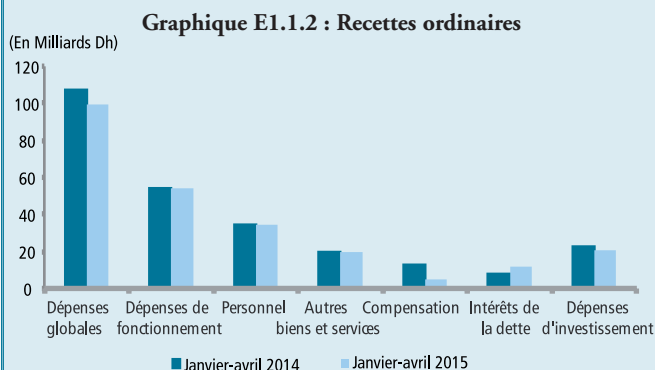
Les quatre premiers mois de l'exercice budgétaire de 2015 se sont soldés par un déficit de 15 milliards en réduction de près de moitié par rapport à celui de la même période de 2014. Ce résultat est attribuable à une augmentation des recettes ordinaires face à une baisse des dépenses. En outre, le solde positif des comptes spéciaux du Trésor s'est amélioré de 3,6 milliards. Pour sa part, le déficit ordinaire ressort à 2,2 milliards, en diminution de 9,6 milliards par rapport à fin avril 2014.



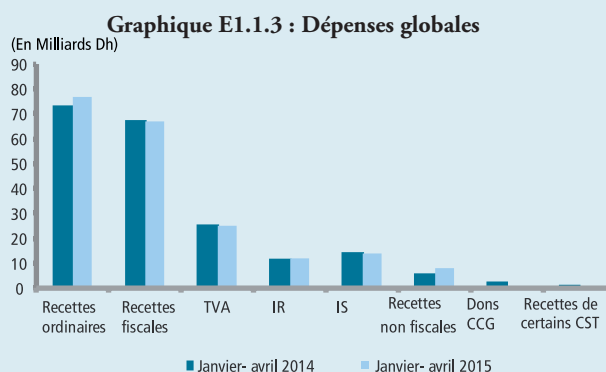
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Les recettes ordinaires du Trésor ont progressé de 4,8% à 76,5 milliards, recouvrant une hausse de 0,4% des recettes fiscales à 67,2 milliards et de 57,4% de celles non fiscales à 8,3 milliards comparativement à fin avril 2014. L'évolution des recettes fiscales reflète la progression des impôts directs, des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre, alors que les impôts indirects ont été en baisse. En effet, le produit des impôts directs a augmenté de 1,1% à 26,2 milliards, recouvrant essentiellement l'accroissement de 6,5% des rentrées de l'IR à 12 milliards et la régression de 3,1% à 13,8 milliards de celles de l'IS. La diminution de ces dernières s'explique notamment par l'encaissement de recettes exceptionnelles liées à la cession de la Centrale Laitière en 2014. Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont été en baisse de 2,2% à 32,5 milliards de dirhams. Le produit de la TVA a baissé de 0,7% à 24,8 milliards, recouvrant une augmentation de 7% à 10,1 milliards de la TVA à l'intérieur et une diminution de 5,4% à 14,7 milliards de celle sur les importations. La taxe intérieure de consommation a généré 7,7 milliards, en baisse de 6,9% reflétant principalement l'évolution des TIC sur les produits énergétiques qui ont baissé de 9,7% à 4,5 milliards. Pour leur part, les recettes des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre ont augmenté respectivement de 8,4% à 2,7 milliards et de 9,5% à 5,8 milliards.

Les recettes non fiscales ont procuré 8,3 milliards, soit une fois et demi le niveau de fin avril 2014. Cette évolution est attribuable, essentiellement, au renforcement des recettes de monopoles qui sont passées de 429 millions à 4,2 milliards à fin avril 2015, provenant pour l'essentiel de l'OCF pour 1 milliard, de Bank Al-Maghrib pour 394 millions, de l'ONDA pour 300 millions et de Marsa Maroc pour un montant de 250 millions. En revanche, les autres recettes non fiscales ont reculé de 15,4% à 4,1 milliards, traduisant notamment la réalisation de 102 millions de dirhams au titre des dons du CCG contre 2,2 milliards à fin avril 2014 et l'appréciation des recettes en atténuation des dépenses de la dette de 197,5% à 2,2 milliards.



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



Du côté des dépenses, celles globales, d'un montant de 99,2 milliards de dirhams, ont été en diminution de 7,1%, reflétant la baisse de 6,7% des dépenses d'investissement à 20,6 milliards et de 7,2% des dépenses ordinaires à 78,6 milliards en liaison avec l'allègement de la charge de compensation de 59,6% à 5,3 milliards. Les dépenses de fonctionnement se sont, par ailleurs, légèrement alourdies de 0,6% à 54,4 milliards, recouvrant une hausse de 1,2% de la masse salariale à 34,9 milliards et une baisse de 0,4% des charges au titre des autres biens et services à 19,5 milliards. Quant aux charges en intérêts de la dette, elles ont progressé de 14,1% à 11,5 milliards consécutivement à l'augmentation de 16,1% à 10,8 milliards des dépenses en intérêts sur la dette intérieure, celles sur la dette extérieure ayant baissé de 10% à 701 millions de dirhams.

Au total et compte tenu de la réduction des arriérés de paiement pour un montant de 5,5 milliards, ramenant le stock à fin avril 2015 à 7,9 milliards, la situation du Trésor a fait ressortir un déficit de caisse de 20,5 milliards au lieu de 28,7 milliards une année auparavant. Ce besoin de financement ainsi que le flux net extérieur de 2,6 milliards ont été couverts par des ressources domestiques d'un montant de 23,1 milliards, en allègement de 6,3 milliards par rapport à fin avril 2014.

Concernant l'investissement résidentiel, la baisse des crédits accordés aux promoteurs immobiliers s'est poursuivie, avec un taux de 6,4% contre 4,7%.

Par ailleurs, les données des finances publiques font ressortir une baisse de 6,7% à fin avril 2015, les dépenses d'investissement du Trésor ont totalisé 20,6 milliards de dirhams, soit un taux d'exécution de 41,9%.

1.4 Comptes extérieurs

A fin mai 2015, le déficit commercial s'est allégé de 25,3% par rapport à la même période de 2014. Cette évolution résulte de l'effet conjugué de la baisse de 9,6% des importations à 154,2 milliards de dirhams et de la hausse de 5,8% des exportations à 91 milliards de dirhams. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré de 8,7 points de pourcentage à 59,1%.

La diminution des importations s'explique essentiellement par le repli de 33,3% de la facture énergétique, suite notamment aux reculs de 54% des acquisitions de pétrole brut et de 29,1% de celles de gasoil et fuel. De même, les achats des produits alimentaires ont accusé une baisse de 15,1%, traduisant principalement le repli de 31,1% des approvisionnements en blé. Les importations de biens de consommation ont également reculé de 5,9%, suite à la régression de 14,5% des acquisitions de voitures de tourisme. En revanche, les achats de biens d'équipement ont enregistré une augmentation de 4% à 36,4 milliards de dirhams, mais compte non tenu de l'acquisition de nouveaux avions, ils affichent une diminution de 3,4%. En parallèle, les acquisitions de demi-produits ont progressé de 2% à 35,4 milliards de dirhams et les approvisionnements en produits bruts ont crû de 6,8% à 8,6 milliards.

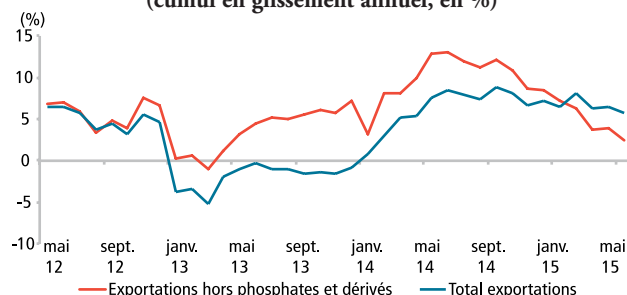
L'évolution des exportations s'explique principalement par l'augmentation de 22,3% des expéditions des phosphates et dérivés et de 11% du secteur automobile. Les exportations du secteur agricole et agro-alimentaire ont progressé

Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin mai

(En millions de dirhams)	mai	mai	Variation mai		Variation mai	
	2014	2015*	2014/2013	2015/2014		
	Montant		%	Montant	%	
Exportations	86 009	91 029	7 932	10,2	5 020	5,8
Exportations de phosphates et dérivés	14 713	17 994	-1 868	-11,3	3 281	22,3
Agriculture et Agro-alimentaire	17 285	19 220	1 469	9,3	1 935	11,2
Automobile	17 897	19 862	5 172	40,6	1 965	11,0
Electronique	3 299	3 316	450	15,8	17	0,5
Aéronautique	3 155	3 067	-227	-6,7	-88	-2,8
Textile et cuir	14 768	14 623	946	6,8	-145	-1,0
Importations	170 548	154 154	9 303	5,8	-16 394	-9,6
Produits alimentaires	21 268	18 059	3 618	20,5	-3 209	-15,1
Biens de consommation	29 576	27 826	2 950	11,1	-1 750	-5,9
Produits bruts	8 041	8 590	246	3,2	549	6,8
Demi-produits	34 686	35 366	235	0,7	680	2,0
Biens d'équipement	35 015	36 413	-484	-1,4	1 398	4,0
Importations de produits énergétiques	41 832	27 888	2 640	6,7	-13 944	-33,3
Importations hors énergie	128 716	126 266	6 663	5,5	-2 450	-1,9
Déficit commercial	84 539	63 125	1 371	1,6	-21 414	-25,3

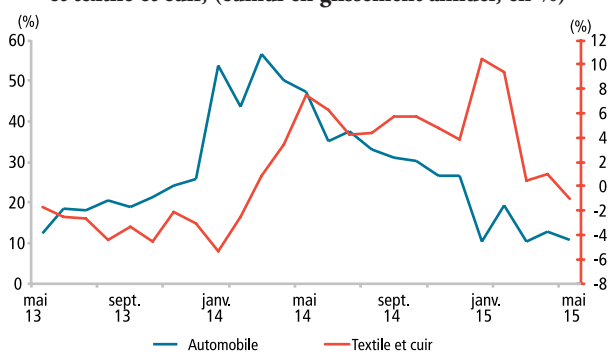
* Données préliminaires.
Source : OC.

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



Source : OC.

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



Source : OC.

de 11,2%, en liaison principalement avec une augmentation de 22,7% des ventes de l'industrie alimentaire. En revanche, les livraisons du secteur du textile et cuir ont baissé de 1%, après avoir enregistré une hausse de 6,8% un an auparavant. Pour les autres secteurs, les expéditions de l'aéronautique et de l'industrie pharmaceutique ont enregistré des replis respectifs de 2,8% et de 3,3%, alors que celles de l'électronique se sont stabilisées à 3,3 milliards de dirhams.

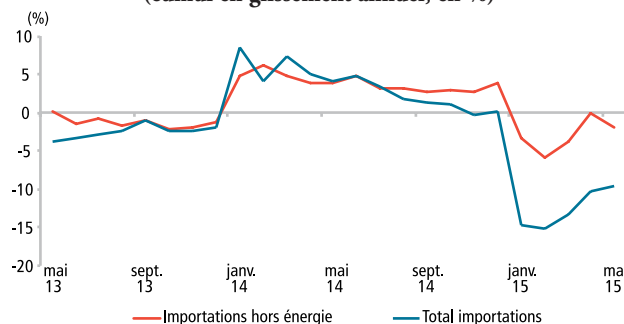
Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes de voyages ont accusé une baisse de 6,4% après avoir progressé de 3,7% sur la même période de 2014, alors que les transferts des MRE ont crû de 5,5%, après une baisse de 1,1% un an auparavant.

Tenant compte de ces évolutions, le déficit du compte courant à fin 2015 devrait se situer autour de 3% du PIB, au lieu de 5,6% en 2014.

S'agissant du compte financier, le flux net au titre des IDE s'est établi à 11,7 milliards, en hausse de 22,8% par rapport à mai 2014, suite à la progression des entrées de 19,6% plus importante que celle des sorties de 7,1%.

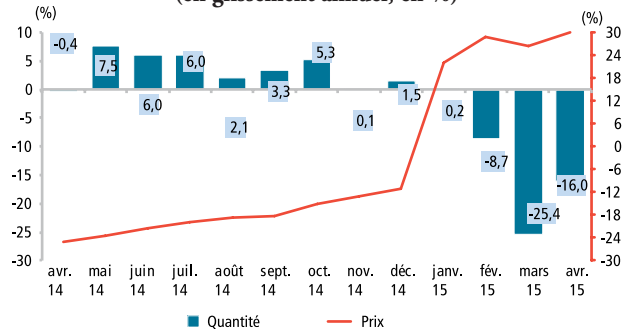
Compte tenu des autres éléments du compte financier, l'encours des réserves internationales s'est amélioré de 18% en glissement annuel à 194 milliards de dirhams. Il devrait s'améliorer davantage en 2015 pour atteindre l'équivalent de 6 mois d'importations de biens et services à la fin de l'année.

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



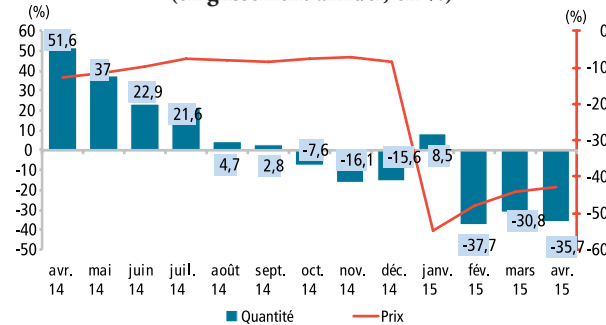
Source : OC.

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



Source : OC.

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



Source : OC.

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

Au cours du premier semestre 2015, l'output gap non agricole a continué d'afficher, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, des valeurs négatives, alors que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a marqué une hausse, entre mars et avril, de cinq points de pourcentage pour s'établir à sa moyenne historique, soit 71%. Parallèlement, la situation sur le marché de travail a été caractérisée par une baisse de 0,3 point du taux de chômage à 9,9% au cours du premier trimestre, avec une création limitée de 27.000 postes emplois contre 89.000 pendant la même période de l'année précédente. S'agissant des coûts de travail, les données relatives au premier trimestre indiquent un accroissement, en glissement annuel, de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé de 4% en termes nominaux et de 2,5% en termes réels.

Globalement, bien que les données fassent ressortir certaines tensions sur les coûts de production, la persistance d'une marge de capacités excédentaires au sein de l'économie ne laisse pas présager de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres.

2.1 Tensions sur les capacités de production

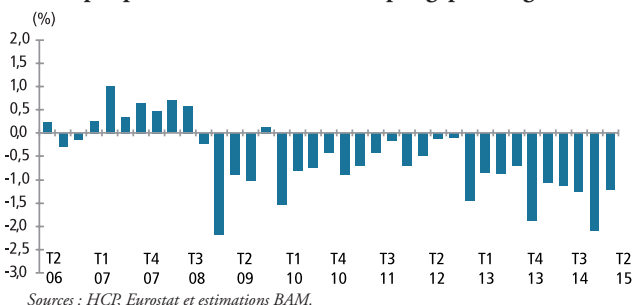
Sur la base des dernières estimations de Bank Al-Maghrib, le niveau des activités non agricoles serait resté en dessous de son potentiel au cours des premier et deuxième trimestres 2015 (Graphique 2.1), dénotant ainsi la poursuite de la modération des pressions inflationnistes émanant de la demande.

Selon les données de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a augmenté, entre mars et avril, de cinq points pour se situer à son niveau historique, soit 71% (Graphique 2.2). Cette évolution a concerné les industries chimiques et parachimiques, mécaniques et métallurgiques et du textile et cuir, le TUC ayant diminué dans les autres branches.

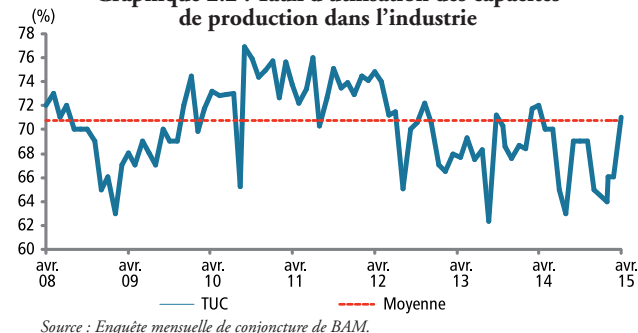
Selon la même enquête, les coûts unitaires de production auraient globalement augmenté au cours du premier trimestre 2015 (Graphique 2.3). Par composante, cette évolution aurait concerné le niveau des salaires et les coûts des matières premières. Les coûts financiers auraient, en revanche, enregistré une stagnation.

Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail des activités non agricoles a connu un accroissement, en glissement annuel, de 2,9% au premier trimestre 2015 après 2,1%

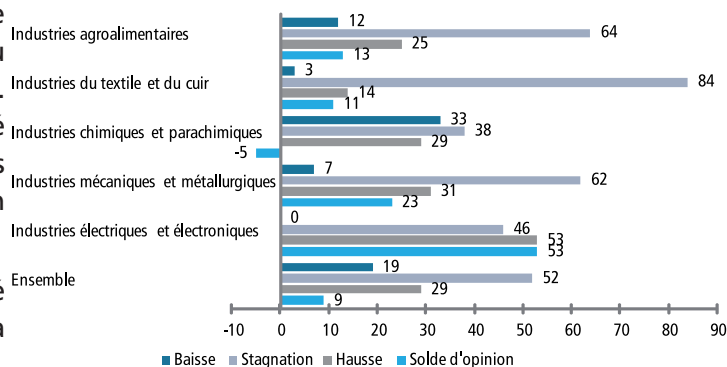
Graphique 2.1 : Evolution de l'output gap non agricole



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.

un an auparavant. Cette évolution reflète une accélération de 2,6% à 3,1% du rythme de progression de la valeur ajoutée non agricole et un ralentissement de 0,6% à 0,2% de celui de l'emploi non agricole (Graphique 2.4).

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du premier trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus a accusé un léger repli de 0,1% à 11,7 millions de personnes, avec une progression de 0,5% en milieu urbain et un recul de 0,7% en zones rurales. Le taux d'activité a poursuivi sa baisse pour se situer à 47% contre 47,7% à la même période de l'année dernière.

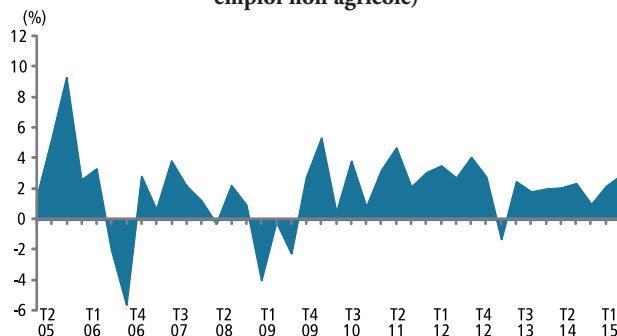
L'économie nationale a créé 27.000 postes d'emplois, résultat d'une création de 45.000 postes en milieu urbain et d'une perte de 18.000 en zones rurales (Graphique 2.5). Le secteur primaire ressort le premier pourvoyeur d'emplois avec une création de 14.000 postes, suivi par l'industrie y compris l'artisanat, avec 9.000 postes et les services avec 4.000 postes contre une moyenne de 88.500 au cours des trois dernières années. Pour sa part, le BTP a connu une stagnation de son volume d'emplois.

Dans ces conditions, la population active occupée a progressé de 0,3%, pour s'établir à 10,5 millions d'individus et le taux d'emploi national est revenu de 42,9% à 42,3%, avec un recul de 0,4 point à 35,6% en milieu urbain et de 0,6 point à 52,9% en zones rurales (Tableau 2.1).

Au total, le taux de chômage a reculé de 0,3 point à 9,9%, avec un repli de 0,3 point à 14,3% en milieu urbain et de 0,4 point à 4,7% en zones rurales. Les diminutions les plus importantes ont concerné la tranche d'âge de 35 à 44 ans et les non diplômés. En revanche, le taux de chômage chez les jeunes citadins s'est de nouveau aggravé de 2,4 points à 21,3% (Tableau 2.1).

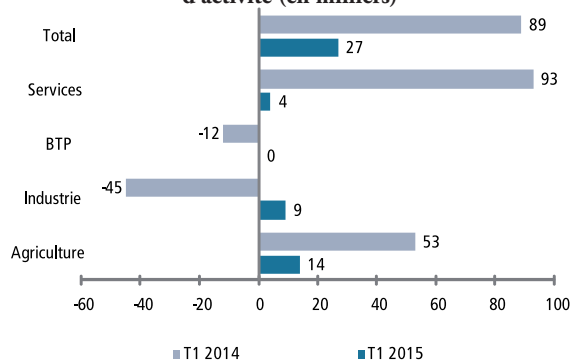
S'agissant des coûts salariaux, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a augmenté, en

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 %	T1- 2014			T1- 2015		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Population active et emploi						
Population active ⁽¹⁾	6.265	5.412	11.677	6.298	5.372	11.670
Taux d'activité (en%) ⁽²⁾	42,2	56,3	47,7	41,6	55,5	47,0
Population active occupée	5.349	5.137	10.486	5.394	5.119	10.513
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	36,0	53,5	42,9	35,6	52,9	42,3
Chômage						
Population active en chômage	916	275	1.191	904	253	1.157
Taux de chômage (en%) ⁽⁴⁾	14,6	5,1	10,2	14,3	4,7	9,9
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	36,7	9,9	20,2	39,1	10,0	21,3
.25 - 34 ans	20,4	5,1	14,0	20,4	5,6	14,1
.35 - 44 ans	8,3	3,8	6,5	7,3	2,7	5,5
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,6	3,7	5,2	7,4	3,0	4,7
. Ayant un diplôme	19,9	10,3	17,5	19,1	11,2	17,3

(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

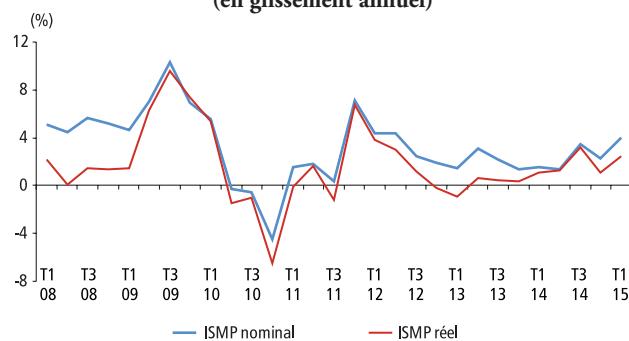
(4) Population active en chômage âgée de 15 et plus / Population active âgée de 15 ans et plus

Source : HCP

glissement annuel, au premier trimestre de 4% en termes nominaux et de 2,5% en termes réels (Graphique 2.6).

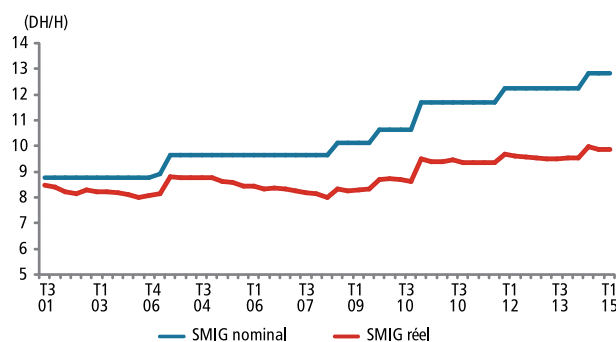
Pour sa part, le SMIG horaire a marqué une hausse, en glissement annuel, de 3,4% en termes réels au premier trimestre 2015 (Graphique 2.7).

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

Les dernières données disponibles des comptes nationaux font ressortir des évolutions contrastées au niveau des principaux pays avancés et la poursuite du ralentissement de l'activité dans les économies émergentes. La consolidation de la croissance aux Etats-Unis s'est ainsi poursuivie et s'est reflétée au niveau du marché du travail, le taux de chômage ayant atteint en avril, son plus bas niveau depuis mai 2008. Dans la zone euro, l'activité économique a poursuivi sa reprise modérée, mais est restée marquée par la persistance du taux de chômage à des niveaux élevés. Au Royaume-Uni, la croissance a ralenti mais continue d'être vigoureuse. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance a décéléré en Chine et en Inde tandis qu'au Brésil, la contraction du PIB s'est accentuée au cours du premier trimestre 2015. Quant aux marchés financiers, ils ont été caractérisés notamment par une tendance à la hausse des taux de rendement obligataires et l'appréciation de l'euro par rapport au dollar. Sur les marchés internationaux des matières premières, les cours se sont globalement orientés à la baisse. Dans ces conditions, l'inflation est ressortie négative en avril aux Etats-Unis et ce, pour le deuxième mois consécutif, alors que dans la zone euro, elle a connu une accélération en mai. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer au total l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

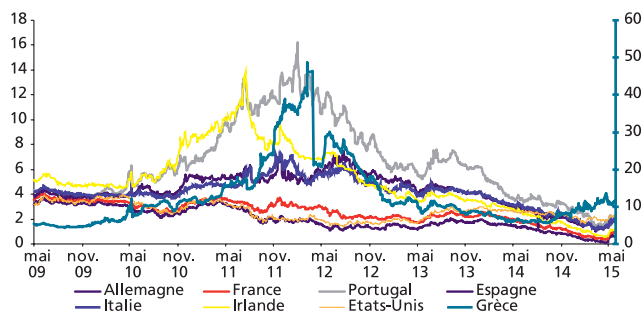
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

3.1.1 Conditions financières

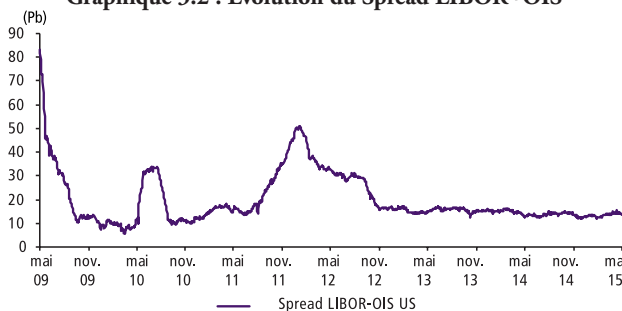
Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont enregistré des évolutions divergentes. En effet, entre avril et mai, l'EUROSTOXX50 a diminué de 3%, le DAX 30 de 2,9%, le CAC 40 de 2,1% et le FTSE 100 de 0,2%. En revanche, le Dow Jones et le NIKKEI 225 ont augmenté de 1% et 0,3% respectivement. En termes de volatilité, le VSTOXX est passé de 21 points de base à 21,9 points, alors que le VIX est revenu de 13,5 points à 13,3 points. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est légèrement accru de 0,2%, recouvrant des progressions de 1,3% pour la Chine et 3,1% pour la Turquie, ainsi qu'une diminution de 5,1% pour l'Inde.

S'agissant des marchés obligataires, les taux ont globalement connu une augmentation dans les pays avancés. Ainsi, le taux de rendement à 10 ans est passé, entre avril et mai, de 0,2% à 0,6% pour l'Allemagne, de 0,4% à 0,9% pour la France et de 1,3% à 1,7% pour l'Espagne. De même, il s'est accru de 1,7% à 2,1% pour le Portugal, de 1,4% à 1,8% pour l'Italie, tandis qu'en Grèce, il a baissé de 12% à 11%. De son côté, le taux des Bons du Trésor américain a augmenté à 2,2% en mai au lieu de 1,9% le mois précédent.

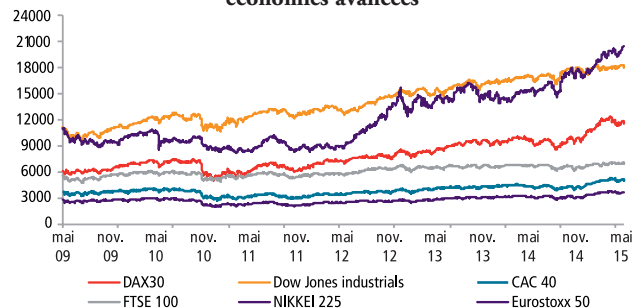
Graphique 3.1 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis (%)



Graphique 3.2 : Evolution du Spread LIBOR -OIS*



Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



S'agissant des taux de rendement à 10 ans des principales économies émergentes, ils ont enregistré des évolutions divergentes. Ce taux s'est ainsi stabilisé à 12,7% pour le Brésil, tandis qu'il a diminué de 3,6% à 3,4% pour la Chine. En revanche, il est passé de 7,8% à 7,9% pour l'Inde et de 8,6% à 9% pour la Turquie.

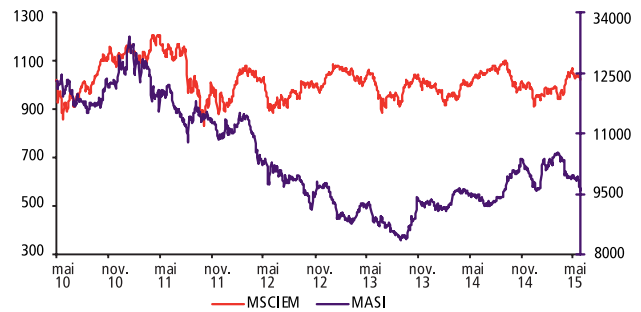
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est établi à -0,01% en mai contre 0,01% un mois auparavant, alors que le Libor de même maturité est resté inchangé à 0,28%. Pour sa part, le spread Libor- OIS dollar est passé de 14,3 points de base à 14 points. Pour ce qui est du crédit bancaire, après une légère hausse de 0,1% dans la zone euro, son niveau a stagné en avril, tandis qu'aux Etats-Unis son rythme d'évolution annuelle a décéléré à 7,9% en mai au lieu de 8,1%, un mois auparavant.

Sur les marchés de change, l'euro est remonté face aux principales devises. Il s'est ainsi apprécié de 3,4% par rapport au dollar, de 4,2% vis-à-vis du yen japonais, alors qu'il est resté inchangé contre la livre sterling. Pour ce qui est de l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien et le yuan chinois sont restés inchangés par rapport au mois précédent, tandis que la roupie indienne s'est dépréciée de 1,6% et la lire turque s'est appréciée de 0,4%.

Dans ce contexte, les politiques monétaires des Banques centrales des principaux pays avancés n'ont pas connu de modifications majeures. La BCE et la Banque d'Angleterre ont maintenu leurs taux directeurs inchangés à 0,05% et 0,5%, respectivement. La FED a de son côté gardé son taux directeur dans une fourchette allant de 0% à 0,25%, tout en signalant que la durée pendant laquelle ce niveau devra être maintenu, dépendra des progrès réalisés concernant ses objectifs d'emploi maximum et de 2% d'inflation.

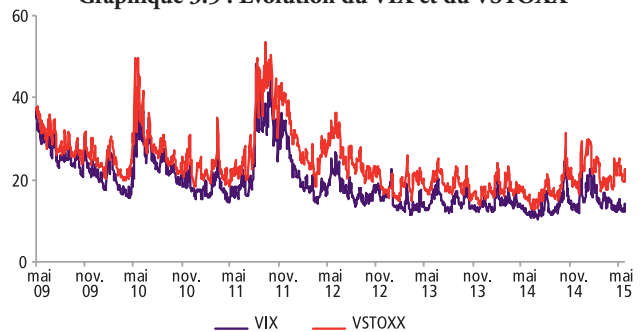
S'agissant des pays émergents, la Banque centrale de Chine a réduit son taux directeur de 25 points de base à 5,10%, soit la troisième réduction durant les six derniers mois et ce, afin

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



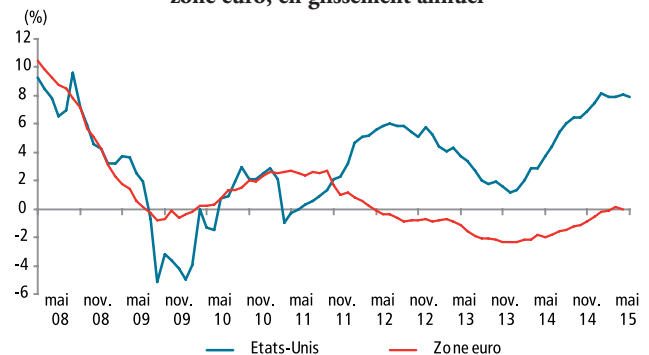
Source : Datastream.

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.

d'abaisser les coûts de financement pour les entreprises et de soutenir le développement durable et équilibré de l'économie réelle. De même, la Banque centrale de l'Inde a décidé d'abaisser son taux directeur de 25 points de base à 7,25% afin de consolider la croissance économique. La Banque centrale de Russie a également réduit, le 30 avril, son taux de 14% à 12,5%, justifiant sa décision par l'atténuation des pressions inflationnistes et la persistance des risques d'un ralentissement important de l'économie. En revanche, la Banque Centrale du Brésil a relevé, le 2 juin, son taux de 13,25% à 13,75%, poursuivant ainsi son resserrement monétaire pour lutter contre les pressions inflationnistes.

3.1.2 Activité économique dans le monde

La conjoncture économique reste marquée au premier trimestre 2015 par des évolutions contrastées entre les pays. Cependant, les prévisions des différents organismes internationaux sont optimistes quant aux perspectives de croissance, tablant ainsi sur un redressement graduel de l'activité mondiale, soutenue par celle des pays avancés.

Aux Etats-Unis, la croissance du PIB en glissement annuel s'est améliorée de 2,4% à 2,7% au premier trimestre de 2015 soutenue notamment par les dépenses de consommation des ménages. En revanche, en glissement trimestriel, elle ressort en décélération de 0,6% à 0,2%. Au Royaume-Uni, la croissance annuelle a ralenti de 3% à 2,4%, pénalisée par le recul de l'activité dans la construction et l'agriculture. Au Japon, la contraction du PIB s'est accentuée à 1,4% après 0,8% au quatrième trimestre 2014.

Dans la zone euro, la croissance a poursuivi son amélioration, passant de 0,9% à 1%. En particulier, elle a augmenté de 0% à 0,7% en France et de 2% à 2,6% en Espagne, mais a décéléré de 1,5% à 1% en Allemagne. Par ailleurs, le PIB a enregistré une hausse de 0,1% en Italie après s'être contracté de 0,4%.

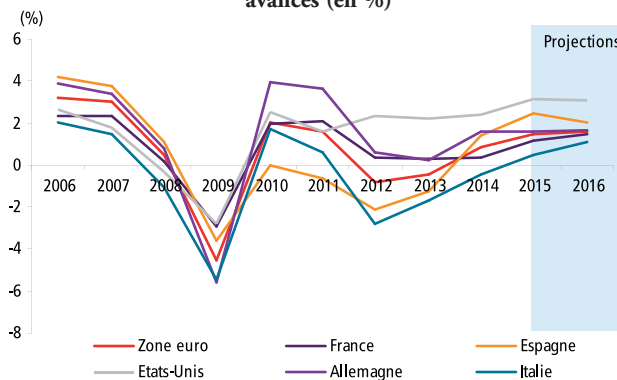
Au niveau des principaux pays émergents, la croissance a décéléré de 7,3% à 7% en Chine, de

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

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

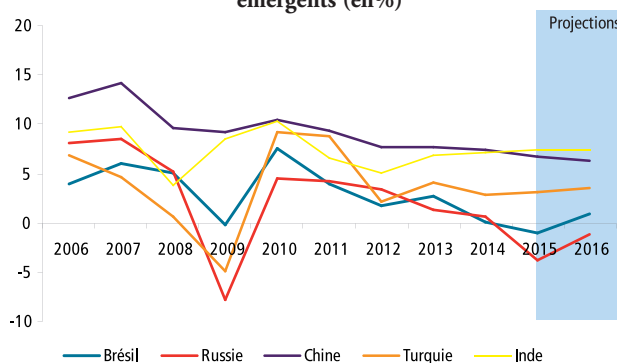
Source : Datastream.

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 d'avril 2015)

6,8% à 6,1% en Inde et s'est stabilisée à 2,5% en Turquie, tandis qu'au Russie, le PIB s'est contracté de 2,2% après une hausse de 0,4%. Au Brésil, la baisse du PIB s'est accentuée de 0,2% à 1,6%.

S'agissant des indicateurs de haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro a baissé en mai de 53,9 à 53,6 points. En revanche, l'ISM manufacturier des Etats-Unis a enregistré une hausse de 51,5 à 52,8 points, dépassant ainsi le seuil d'expansion de 5,6%.

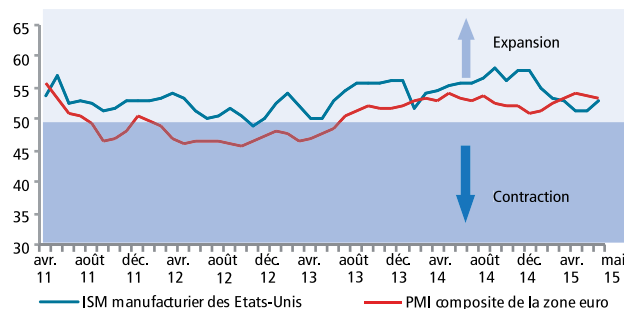
En termes de perspectives, le FMI, a maintenu inchangées, en avril, ses projections par rapport à celles de janvier. Ainsi, la croissance devrait atteindre 3,5% en 2015, recouvrant une hausse de 1,8% à 2,4% dans les pays avancés et une décélération de 4,6% à 4,3% dans les pays émergents et en développement. En 2016, le PIB mondial devrait augmenter de 3,8%, avec une amélioration de la croissance à 4,7% dans les économies émergentes et en développement et une stabilisation à 2,4% dans les pays avancés. Par pays, la croissance devrait atteindre 3,1% en 2015 et 2016 aux Etats-Unis, 1,5% et 1,6% dans la zone euro et 1% puis 1,2% au Japon. Par ailleurs, elle devrait ralentir à 6,8%, puis à 6,3% en Chine, se stabiliser à 7,5% en Inde, tandis qu'en Russie, le PIB devrait se contracter de 3,8%, puis de 1,1%. Ces perspectives restent entourées de risques à la baisse liés aux troubles géopolitiques et aux tensions sur les marchés financiers.

La Commission Européenne prévoit une croissance mondiale de 3,5% en 2015 et 3,9% en 2016, soutenue en particulier par la reprise graduelle dans les pays avancés. Quant à l'OCDE, elle a revu à la baisse ses perspectives, en raison de la faiblesse de l'investissement.

3.1.3 Marché de l'emploi

En mai 2015, le taux de chômage aux Etats-Unis est demeuré stable à 5,5% par rapport au mois précédent, soit son plus bas niveau enregistré depuis mai 2008. Dans la zone euro, les données pour le mois d'avril font ressortir un taux en légère baisse à 11,1% contre 11,2% en mars, soit son plus bas niveau atteint depuis avril 2012. Dans les pays partenaires, ce taux est resté inchangé à 10,5% en France et à 4,7% en Allemagne. Il a en revanche reculé en Italie et en Espagne à 12,4% et 22,7%

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



Source : Datastream

Tableau 3.2 : Perspectives mondiales de la croissance

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

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

respectivement contre 12,6% et 22,9% un mois auparavant.

Concernant les prévisions à court terme pour les pays avancés, les projections d'avril 2015 du FMI font état d'une révision à la baisse des taux de chômage dans la plupart des pays par rapport aux prévisions précédentes d'octobre 2014.

Il prévoit aux Etats-Unis, un taux de chômage en diminution à 5,5% en 2015 puis à 5,1% en 2016. Dans la zone euro, ce taux s'établirait à 11,1% et à 10,6%. Dans les pays partenaires, il devrait reculer en France et en Allemagne, à respectivement 10,1% et 4,9% en 2015, puis à 9,9% et 4,8% en 2016. En Italie et en Espagne, il diminuerait à 12,6% et 22,6% en 2015, puis à 12,3% et 21,1% respectivement en 2016.

La Commission européenne dans ses projections du mois de mai demeure globalement en ligne avec le FMI. Elle table ainsi, aux Etats-Unis sur un taux de chômage de 5,4% en 2015 et de 5% en 2016 et sur un taux de 11% et 10,5% dans la zone euro.

Dans les pays partenaires, le taux de chômage devrait baisser en 2015 et 2016, respectivement à 10,3% puis à 10% en France, à 4,6% puis 4,4% en Allemagne et à 22,4% puis à 20,5% en Espagne. Ce taux se stabiliserait à 12,4% en Italie en 2015 et 2016.

Les dernières projections de l'OCDE du mois de juin 2015 font ressortir une tendance similaire à la baisse des taux de chômage dans les pays avancés par rapport aux projections précédentes de novembre 2014.

Ainsi, l'OCDE table aux Etats-Unis sur un taux de chômage de 5,5% et 5,1% respectivement en 2015 et 2016, et de 11,1% et 10,5% dans la zone euro sur la même période.

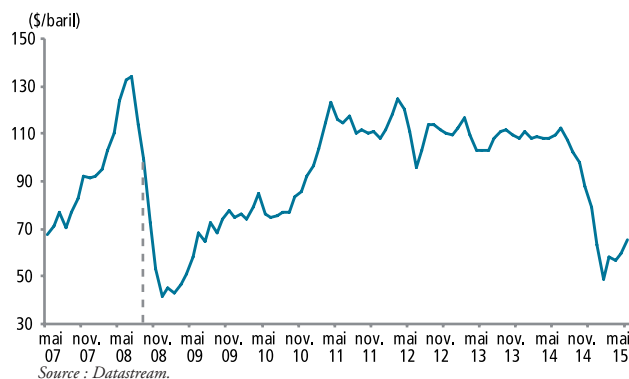
Dans les pays partenaires, ce taux s'établirait à 10,1% et 10% respectivement en 2015 et 2016 en France, à 4,7% et 4,5% en Allemagne, à 12,7% et 12,1% en Italie, puis à 22,3% et 20,3% en Espagne.

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

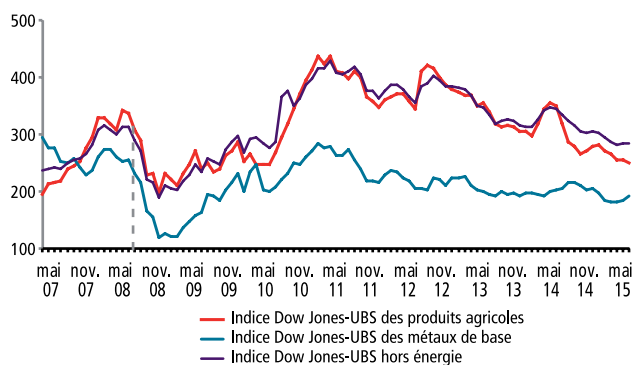
	2013	2014	mars 2015	avril 2015	mai 2015
Etats-Unis	7,4	6,2	5,5	5,4	5,5
Zone euro	12,0	11,6	11,2	11,1	N.D
France	10,3	10,3	10,5	10,5	N.D
Italie	12,1	12,7	12,6	12,4	N.D
Allemagne	5,2	5,0	4,7	4,7	N.D
Espagne	26,1	24,5	22,9	22,7	N.D
Royaume-Uni	7,6	6,1	N.D	N.D	N.D

Source : Eurostat.

Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars



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



3.2 Prix des matières premières et inflation

Durant les trois derniers mois, les cours des matières premières se sont globalement inscrits en baisse en glissement annuel. Pour ce qui est de l'inflation, le taux est ressorti négatif aux Etats-Unis en avril et ce, pour le deuxième mois consécutif, alors que dans la zone euro, il a connu une accélération entre avril et mai.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Le cours du Brent a enregistré une hausse mensuelle de 9% en mai, s'établissant en moyenne à 65,2 dollars le baril, contre 59,8 dollars le mois précédent. Cette évolution s'explique notamment par le recul des stocks américains, ainsi que par la persistance des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. En glissement annuel, le prix du Brent ressort en recul de 40,6%.

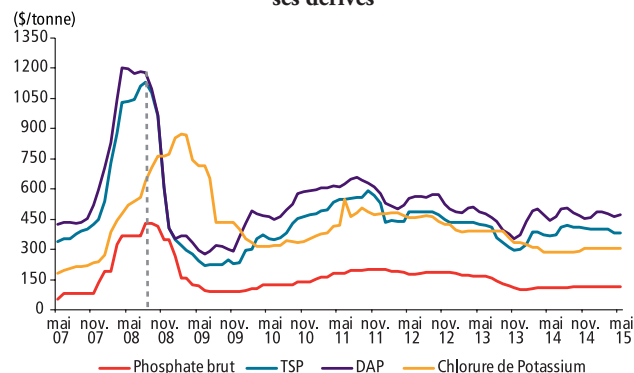
En ce qui concerne les perspectives d'évolution du prix du pétrole¹, la Banque Mondiale a maintenu inchangé son estimation à 53,2 dollars le baril pour l'année 2015, tandis qu'elle l'a revue légèrement à la hausse pour l'année 2016 à 57,2 dollars dans l'édition d'avril. De même, le FMI table dans le WEO d'avril sur un prix de 58,1 dollars le baril en 2015 et de 65,6 dollars en 2016. Pour ce qui est du cours du Brent, la Commission européenne a révisé dans son édition de printemps à la hausse ses prévisions à 59,4 dollars le baril en 2015 et à 66 dollars en 2016.

3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En ce qui concerne les produits hors énergie, leurs prix sont ressortis en baisse en glissement annuel, durant le mois de mai. L'indice Dow Jones-UBS y afférent a ainsi reculé de 17,6%, reflétant le repli de 28,7% de l'indice des prix des produits agricoles et la diminution de 6% de celui des cours des métaux de base.

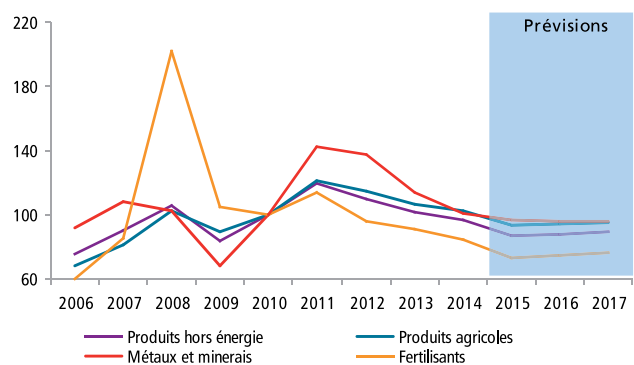
1 La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole Brent, WTI et Dubai.

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.

S'agissant du marché mondial des phosphates et dérivés, le prix du brut s'est établi à 115 dollars la tonne en mai, inchangé pour le huitième mois consécutif. De même, les cours du TSP et du Chlorure de potassium se sont stabilisés à 380 et 307 dollars la tonne. Pour sa part, le prix du DAP a enregistré une hausse de 1,3% à 470 dollars la tonne en mai. En revanche, le cours de l'urée s'est replié de 2,3% d'un mois à l'autre. En glissement annuel, le cours a régressé de 15,4% pour l'urée, tandis qu'il a augmenté de 2,7% pour le phosphate brut, de 4,1% pour le TSP, de 5,7% pour le DAP et de 7% pour le Chlorure de Potassium. Pour sa part, le cours du blé dur a accusé un recul de 3,7% en glissement mensuel et de 35,7%, d'une année à l'autre.

3.2.3 Inflation dans le monde

En avril, les prix à la consommation ont baissé aux Etats-Unis de 0,2% après un recul de 0,1% enregistré un mois auparavant, tandis qu'au Japon, le taux d'inflation a nettement décéléré, revenant de 2,3% à 0,6%. Dans la zone euro, une première estimation d'Eurostat pour le mois de mai fait état d'un taux d'inflation de 0,3% et ce, après une stagnation des prix à la consommation en avril. Ainsi, l'inflation est passée de 0,1% à 0,3% en France, de 0,3% à 0,7% en Allemagne et de -0,1% à 0,2% en Italie, tandis que la baisse des prix en Espagne a connu une atténuation de 0,7% à 0,2%. Pour ce qui est du Royaume-Uni, les dernières données disponibles demeurent celles d'avril et font ressortir un léger recul de l'inflation de 0% à -0,1%.

Dans les principaux pays émergents et en développement, l'inflation a diminué de 1,5% à 1,2% en Chine, tandis qu'elle s'est accélérée de 8,2% à 8,5% au Brésil. Pour ce qui est de la Russie, les dernières données disponibles demeurent celles d'avril et font état d'un recul de l'inflation de 16,9% à 16,4%.

Selon les prévisions du FMI dans le cadre du WEO d'avril, l'inflation devrait s'établir à 0,4%

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

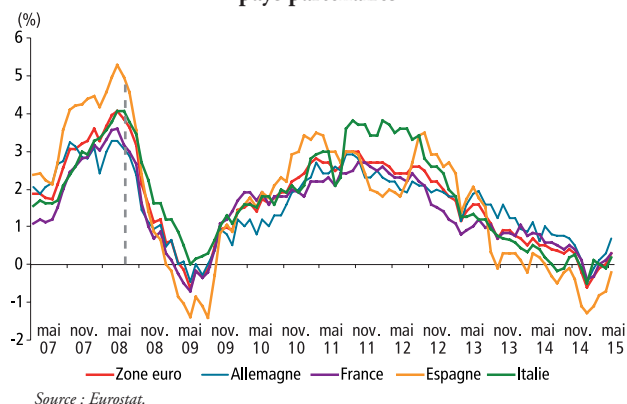


Tableau 3.4 : Evolution de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

	février 2015	mars 2015	avril 2015	mai 2015
Etats-Unis	0,0	-0,1	-0,2	n.d.
Zone euro	-0,3	-0,1	0,0	0,3
Allemagne	-0,1	0,1	0,3	0,7
France	-0,3	0,0	0,1	0,3
Espagne	-1,1	-0,8	-0,7	-0,2
Italie	0,1	0,0	-0,1	0,2
Royaume-Uni	0,0	0,0	-0,1	n.d.
Japon	2,2	2,3	0,6	n.d.

Source : Eurostat et Datastream.

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

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

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

en 2015 et à 1,4% en 2016 dans les économies avancées, alors que dans les pays émergents et en développement, elle est prévue à 5,4% en 2015, avant de diminuer à 4,8% en 2016. Pour sa part, la Commission européenne table dans son édition de printemps sur un taux d'inflation de 0,1% en 2015 et de 1,5% en 2016 dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis, ce taux s'établirait à 0,4% en 2015, avant de connaître une accélération à 2,2% 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 s'est quasiment stabilisé au premier trimestre 2015, après une diminution de 1,7% un trimestre auparavant. Les hausses de 14,1% de l'indice des produits alimentaires et de 1,8% de l'IPM minier ont été compensées par la diminution de 2,2% des prix des demi-produits.

L'augmentation de l'IPM des produits alimentaires traduit l'accroissement de 22,8% du prix unitaire du blé et de 12,1% de celui du maïs après avoir régressé de 15,2% et de 3,7% respectivement.

La progression des prix produits miniers traduit d'une part, l'atténuation de la baisse du prix unitaire moyen du fer et acier revenant de 5,9% à 1,7% et d'autre part, l'augmentation de 4,3% du prix du soufre, contre 3,9% un trimestre auparavant.

Pour ce qui est des demi-produits, le prix unitaire des engrais naturels et chimiques a accusé une baisse de 6,2% après une hausse de 12,4%, alors que le prix unitaire des produits laminés en fer et acier a diminué de 1,7% après un repli de 5,9% le trimestre précédent.

Concernant l'IPM des produits énergétiques, le recul de 11,9% enregistré au quatrième

Tableau 3.6 : Evolution de l'IPM

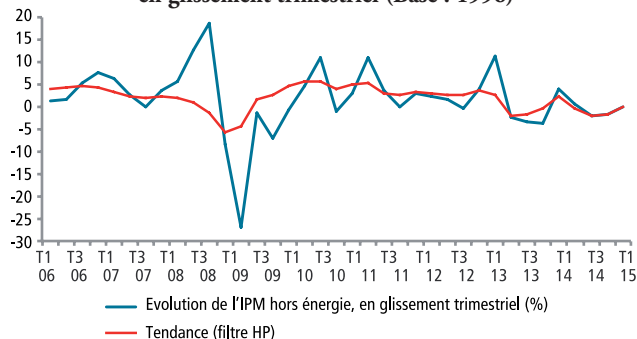
	Variation trimestrielle en %			Variation annuelle en %		
	T3 2014	T4 2014	T1 2015	T3 2014	T4 2014	T1 2015
IPM des produits énergétiques	-0,9	-11,9	-27,7	-3,2	-13,2	-36,0
PUM* du pétrole brut	-1,0	-14,4	-33,1	-3,4	-14,1	-40,7
PUM du gasoil et fuel	1,5	-10,0	-21,1	-3,1	-12,6	-30,7
PUM du gaz de pétrole	0,4	-4,0	-16,6	-2,2	-14,5	-30,8
IPM hors énergie	-2,0	-1,7	-0,1	-1,0	1,0	-2,7
IPM alimentaires	-7,6	-8,3	14,1	-13,2	-13,0	2,5
PUM du blé	-10,0	-15,2	22,8	-17,0	-23,0	2,8
PUM du maïs	-11,0	-3,7	12,1	-15,4	-4,0	-0,2
IPM miniers	1,3	-0,3	1,8	14,8	33,3	20,8
PUM du soufre	2,0	3,9	4,3	23,0	68,5	44,0
PUM du fer et acier	0,3	-5,9	-1,7	6,0	3,0	-2,8
IPM demi-produits	-1,9	-1,6	-2,2	13,4	7,1	-4,5
PUM des engrais naturels et chimiques	-9,8	12,4	-6,2	-6,4	5,8	-14,6
PUM des produits laminés en fer et acier	0,3	-5,9	-1,7	28,9	12,9	-1,8

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

* Prix unitaire moyen

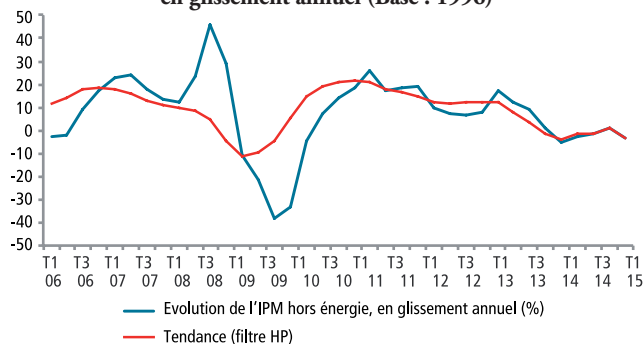
Source : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM.

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



Sources : OC et calculs BAM.

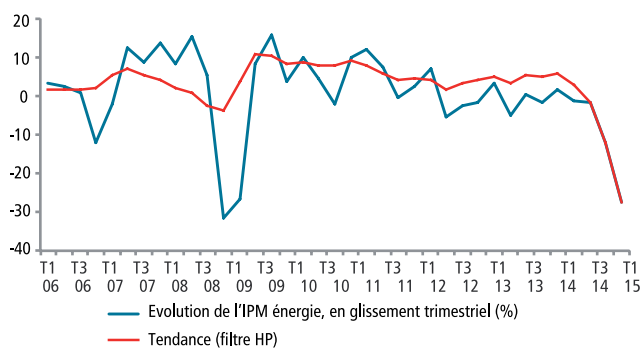
trimestre 2014 s'est accentué à 27,7% au premier trimestre 2015. Cette évolution reflète la poursuite du fléchissement des prix de toutes ses composantes, en particulier le prix du pétrole brut qui a enregistré une diminution de 33,1% après celle de 14,4%, et celui du gasoil et fuel qui a accusé un repli de 21,1%, contre 10% le trimestre précédent.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie s'est inscrit en recul de 2,7%, après avoir légèrement augmenté de 1% au quatrième trimestre 2014. Cette évolution s'explique par la décélération du rythme de progression de l'IPM minier revenant de 33,3% à 20,8 et une baisse de 4,5% de l'IPM de demi-produits après un accroissement de 7,1%. Cette évolution est liée au recul du prix unitaire moyen des engrais naturels de 14,6%, après une progression de 5,8% en T4-2014.

En revanche, l'IPM alimentaire ressort en hausse de 2,5% contre une baisse de 13% au quatrième trimestre 2014, suite principalement à une progression de 2,8% du prix unitaire moyen du blé après un repli de 23%.

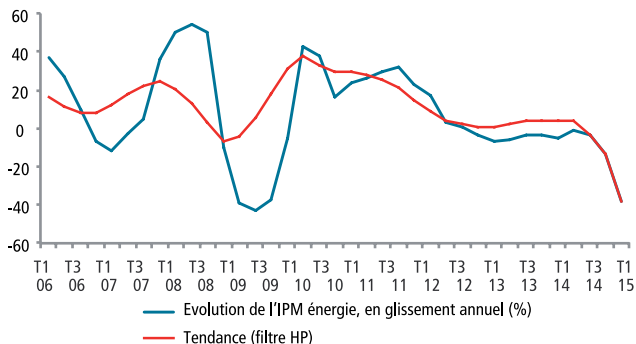
S'agissant des produits énergétiques, la tendance baissière s'est accélérée à fin mars 2015 avec une contraction de 36% de l'indice des prix à l'importation après celle de 13,2%. Cette diminution a concerné les principaux produits avec en particulier une accentuation de la baisse du prix unitaire moyen du pétrole brut de 14,1% à 40,7% d'un trimestre à l'autre

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

Le rythme de croissance de l'agrégat M3 s'est légèrement ralenti, revenant de 7,1% en moyenne au premier trimestre à 6,8% en avril 2015, maintenant ainsi l'écart monétaire négatif et proche de zéro. De même, le taux de progression annuel du crédit bancaire a décéléré de 3,8% à 2,5%, reflétant le ralentissement de l'ensemble des catégories de crédit à l'exception des prêts à la consommation qui ont connu une accélération. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié au premier trimestre 2015 de 0,34% en termes nominaux, alors qu'il s'est apprécié de 0,18% en termes réels. Sur le marché monétaire, les dernières évolutions laissent apparaître l'alignement du taux interbancaire sur le taux directeur, se situant à 2,51% en moyenne au cours des mois d'avril et mai 2015. En ce qui concerne les taux débiteurs, ils ont accusé une baisse de 22 points de base, revenant à 5,81% en moyenne au premier trimestre 2015, reflétant le repli des taux appliqués à l'ensemble des catégories de crédits à l'exception de ceux assortissant les crédits à la consommation. Dans le même temps, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a diminué de 9 points de base entre le quatrième trimestre 2014 et le premier trimestre 2015, revenant à 3,76%.

Au niveau des marchés des actifs, les prix de l'immobilier se sont légèrement accrus de 0,2% d'une année à l'autre avec une augmentation de 0,4% du foncier, une baisse de 1,6% du commercial et une quasi-stagnation de ceux des biens résidentiels. Parallèlement, le nombre de transactions a connu une hausse de 7,4% traduisant des augmentations de 8,8% pour le résidentiel, de 2,5% pour le foncier et de 7% pour les biens à usage commercial. Sur le marché boursier, l'indice de référence de la Bourse de Casablanca a régressé durant les mois d'avril et de mai, ramenant sa performance depuis de l'année à 0,5% après 6,8% au premier trimestre 2015. Pour ce qui est du volume des transactions, il a atteint 14,1 milliards de dirhams depuis le début de l'année contre 16,5 milliards durant la même période de l'année précédente.

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

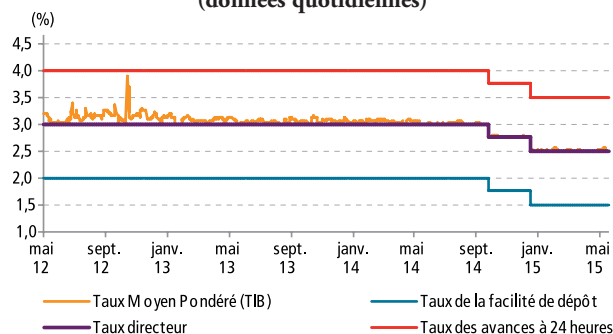
4.1 Conditions monétaires

4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 24 mars 2015, le Conseil de la Banque a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 2,5%. Ainsi, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 2,51% en moyenne entre avril et mai 2015, demeurant ainsi stable par rapport au premier trimestre de l'année 2015.

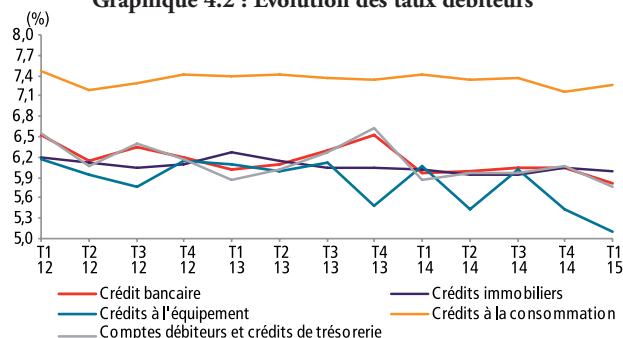
Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2015, indiquent une diminution de 22 points de base du taux moyen global, à 5,81%, reflétant le repli des taux appliqués à l'ensemble des catégories de crédits à l'exception de ceux assortissant les crédits à la consommation qui se sont accrus de 10 points de base à 7,27%. Ainsi, les taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux prêts à l'équipement ont diminué de 31 points de base chacun, s'établissant respectivement à 5,77% et à 5,11% et ceux appliqués aux prêts immobiliers ont baissé de 7 points à 5,98%.

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



* Données arrêtées au 27 mai 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).

En ce qui concerne les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est établi à 3,76% au premier trimestre 2015, en baisse de 9 points de base comparativement au quatrième trimestre 2014. Cette évolution traduit notamment le recul de 7 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois à 3,64 % et de 8 points de celui des dépôts à un an à 3,85%.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, après la forte baisse observée au premier trimestre, les taux se sont inscrits globalement en hausse au cours du mois d'avril, comparativement au premier trimestre, avec 18 points de base pour la maturité de 52 semaines et 31 points de base pour celle de 5 ans. Le même profil d'évolution a été constaté au niveau des différentes maturités sur le marché secondaire.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Les données relatives au mois d'avril 2015 font ressortir une légère décélération du rythme d'accroissement annuel de la masse monétaire. Dans ces conditions, l'écart monétaire demeure négatif et proche de zéro, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme d'origine monétaire.

La progression annuelle de l'agrégat M3 est revenue de 7,1% en moyenne au premier trimestre à 6,8% en avril 2015, traduisant un ralentissement des rythmes de croissance du crédit bancaire de 3,8% à 2,5% et des réserves internationales nettes de 21% à 17,1%. Quant aux créances nettes sur l'administration centrale, elles n'ont pas contribué d'une manière significative à la variation de la masse monétaire.

Au niveau des principales composantes de l'agrégat M3, les titres des OPCVM monétaires ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 6,6% à 0,4% et les dépôts en devises ont décéléré de 52,5% à 34,7%. En revanche, les

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

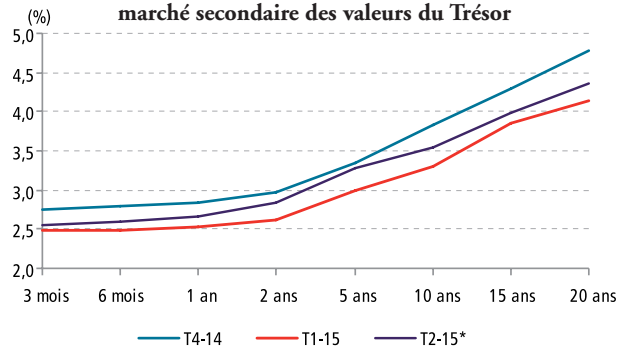
	2013				2014				2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
6 mois	3,52	3,56	3,55	3,59	3,51	3,68	3,69	3,71	3,64
12 mois	4,02	3,89	3,83	3,92	3,86	3,91	3,86	3,94	3,85
Moyenne pondérée	3,85	3,76	3,73	3,79	3,71	3,81	3,80	3,85	3,76

Source : BAM.

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

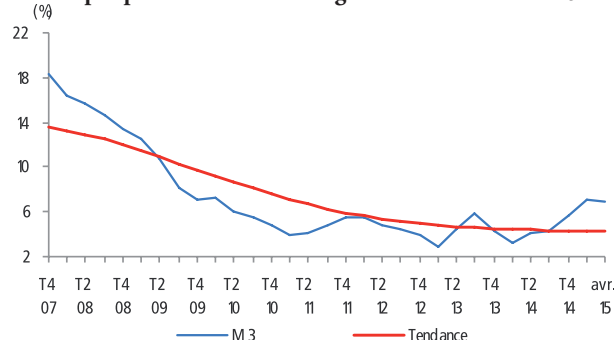
	2013		2014				2015	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
13 semaines	3,50	3,48	3,30	3,08	2,97	2,68	2,48	2,60
26 semaines	3,82	3,74	3,45	3,15	-	2,79	2,50	-
52 semaines	4,11	4,13	3,63	3,25	3,14	2,83	2,53	2,71
2 ans	4,61	4,69	4,04	3,35	-	3,02	2,59	-
5 ans	4,93	5,08	4,62	3,91	3,80	3,33	2,98	3,29
10 ans	5,42	5,60	5,43	4,47	-	3,75	3,30	-
15 ans	5,71	5,85	5,87	5,15	-	4,30	3,89	-
20 ans	-	-	5,96	5,66	5,57	4,60	4,20	-
30 ans	-	-	-	-	-	5,69	5,0	5,0

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



* L'observation du deuxième trimestre 2015 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} avril au 20 mai 2015.

Graphique 4.4 : Variation en glissement annuel de M3



Source : BAM.

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

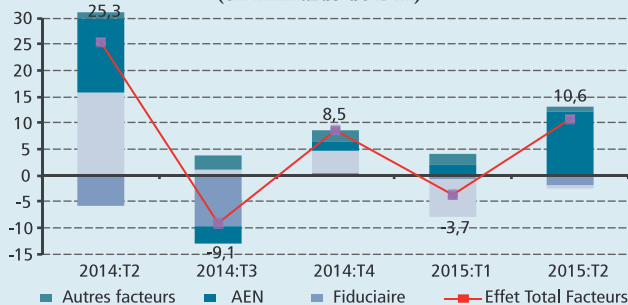
Durant le premier trimestre de l'année 2015, les facteurs autonomes ont impacté négativement la liquidité bancaire de 3,7 milliards de dirhams en raison principalement des opérations du Trésor. En effet, ces dernières ont eu une incidence restrictive sur la liquidité de 7,2 milliards de dirhams résultant notamment de la différence entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (35,1 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales et douanières ;
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (23,9 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16,4 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (7,4 milliards de dirhams).

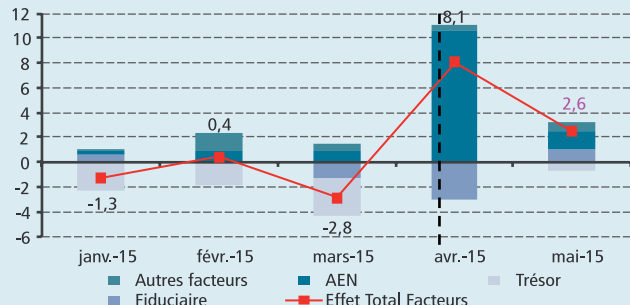
Dans une moindre mesure, la hausse de la circulation de la monnaie fiduciaire s'est traduite par une ponction de liquidité de 700 millions de dirhams. En revanche, les opérations en devises se sont soldées par une injection de liquidité de 2,1 milliards de dirhams, issue principalement des cessions de billets de banque étrangers contre dirhams qui se sont élevées à 3,1 milliards de dirhams.

Enfin, les autres facteurs ont contribué à l'amélioration de la liquidité bancaire de 2,1 milliards de dirhams.

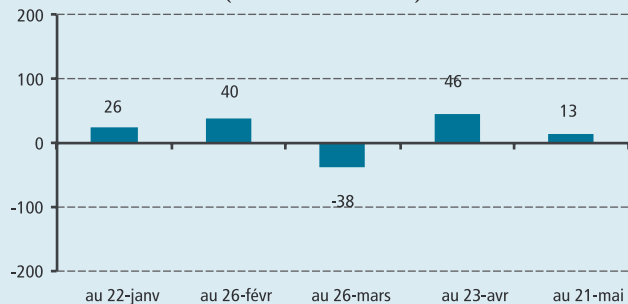
Graphique E 4.1.1 : Evolution de l'effet des FALB par trimestre (en milliards de DH)



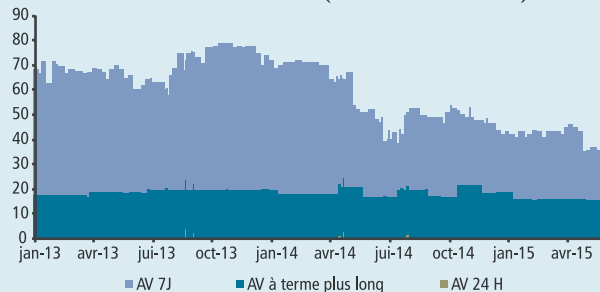
Graphique E 4.1.2 : Evolution de l'effet des FALB par mois (en milliards de DH)



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



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



Au cours du deuxième trimestre de l'année 2015*, les trésoreries bancaires se sont améliorées de 10,6 milliards de dirhams en raison de la hausse du niveau des avoirs extérieurs nets. En effet, les opérations en devises ont eu une incidence expansive de 12,1 milliards de dirhams sur la liquidité, à la suite de l'émission obligataire de l'OCP effectuée sur les marchés internationaux, laquelle a porté sur un montant d'un milliard de dollars.

T2 2015 : le deuxième trimestre de l'année 2015 comprend uniquement la période allant du 1er avril au 21 mai 2015.

L'incidence expansive des opérations sur AEN a été en partie tempérée par l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire et les opérations du Trésor. En effet, les retraits nets de monnaie fiduciaire ont atteint 1,9 milliard de dirhams. En outre, les opérations du Trésor ont eu un impact restrictif sur la liquidité à hauteur de 600 millions de dirhams résultant notamment de la différence entre :

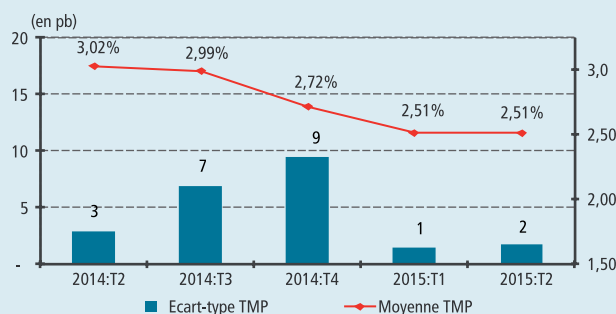
- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (20,6 milliards de dirhams) et les recettes fiscales et douanières y compris le 1er acompte de l'IS ;
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (21,7 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (5,5 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (1,8 milliard de dirhams), ainsi que la hausse de l'encours de ses placements sur le marché monétaire (4,1 milliards de dirhams).

Par ailleurs, les opérations de la clientèle de Bank Al-Maghrib, hors Trésor, ont impacté positivement la liquidité pour un montant d'un milliard de dirhams.

Compte tenu de l'impact expansif des facteurs autonomes observé tout au long du deuxième trimestre, l'encours des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établi à 36 milliards de dirhams au 21 mai 2015, en baisse de 9 milliards par rapport à la fin du trimestre précédent. Cette baisse a concerné les avances à 7 jours, ramenées à 20 milliards, les opérations de prêts garantis à un an s'étant maintenues à 16 milliards de dirhams.

Le TMP du marché interbancaire au jour le jour s'est maintenu, à l'instar des trimestres précédents, à des niveaux proches du taux directeur, soit 2,51% en moyenne, avec une faible volatilité de deux points de base.

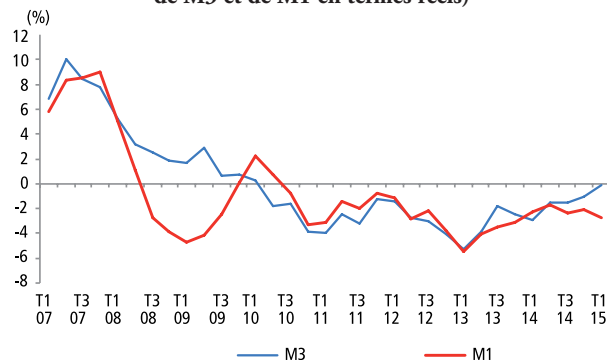
Graphique E 4.1.5 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire



dépôts à vue auprès des banques se sont accrus de 4,7%, après 3,9% au trimestre précédent. De même, les dépôts à terme se sont renforcés de 18,6% contre 10,3%. Concernant la monnaie fiduciaire, elle s'est accrue de 5,2% en glissement annuel, soit un rythme comparable à celui observé au trimestre précédent.

Par agent économique, les dépôts à vue des entreprises non financières privées ont augmenté de 7%, contre une diminution de 1% traduisant notamment un effet de base lié à la baisse importante constatée un an auparavant, et la progression des dépôts à terme s'est accélérée de 7,9% à 22,9%. Quant aux ménages, le rythme de leurs dépôts à vue a décéléré de

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.

4,8% à 3,7%, alors que celui de leurs dépôts à terme a poursuivi son amélioration, entamée depuis le deuxième trimestre 2014, passant de 9,9% à 10,8%. Pour ce qui est du secteur public, les dépôts à vue ont connu une décélération de 23,3% à 17,3%, tandis que leurs dépôts à terme ont connu une hausse notable passant de 7,6 milliards de dirhams en moyenne au premier trimestre à 14,5 milliards à fin avril.

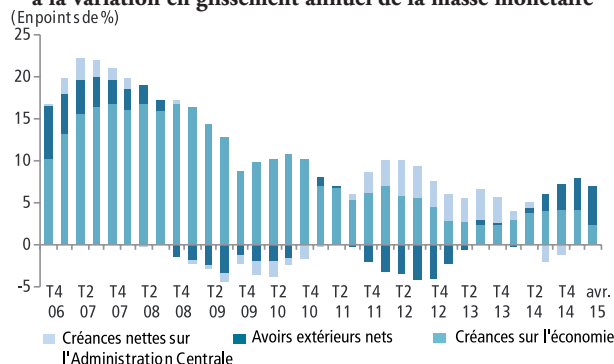
Crédit

Les données relatives au mois d'avril 2015 font ressortir une décélération du rythme de progression annuel du crédit bancaire, à 2,5%, après 3,8% en moyenne durant le premier trimestre 2015.

Cette évolution reflète la décélération de l'ensemble des catégories de crédit à l'exception des prêts à la consommation qui se sont accrus de 11,5% en glissement annuel, après 10,9% au trimestre précédent. Ainsi, les facilités de trésorerie se sont inscrites en ralentissement, revenant de 2,8% à une croissance nulle. De même, les crédits à l'équipement ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 4,7% au premier trimestre à 1,9% en avril. Pour sa part, le rythme de progression des crédits immobiliers s'est établi à 2,9% après 3,2% un trimestre auparavant, recouvrant la hausse de 5,9% à 6,2% des crédits à l'habitat et une accentuation de la baisse des prêts aux promoteurs de 3,8% à 6,4%. Quant aux créances en souffrance, bien que leur rythme de croissance soit revenu de 16,1% au premier trimestre à 15,5%, leur ratio par rapport au crédit bancaire a augmenté de 6,9% à 7,2%.

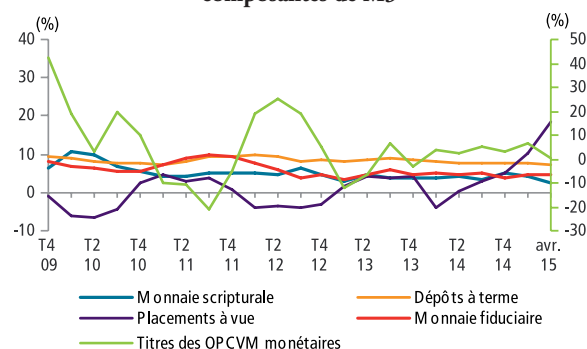
L'analyse du crédit bancaire par secteur institutionnel fait ressortir une décélération des rythmes de croissance des concours destinés aussi bien au secteur privé qu'au public. En effet, la progression des prêts accordés au secteur privé s'est située à 2,2%, contre 3,7% au premier trimestre. Cette évolution est

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



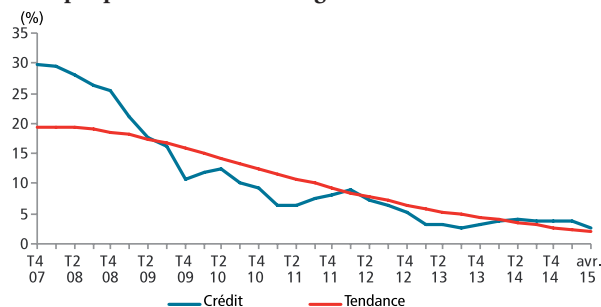
Source : BAM.

Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



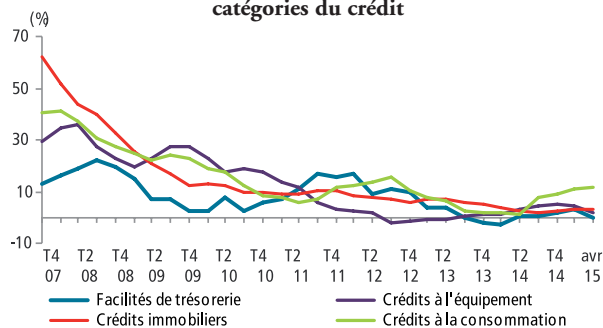
Source : BAM.

Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM.

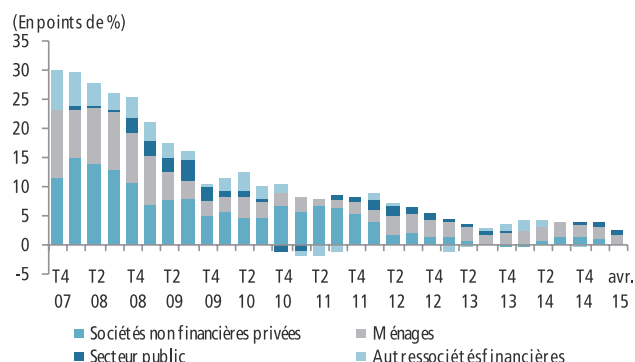
Graphique 4.9 : Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit



Source : BAM.

imputable tant à la décélération de 5,7% à 5,3% des crédits accordés aux ménages qu'à la contraction de 0,3% après une hausse de 2,2% de ceux accordés aux sociétés non financières privées. De même, les concours accordés au secteur public ont ralenti de 15,2% à 9,1%, alors que les crédits aux sociétés financières ont affiché une hausse annuelle de 1,2%, contre un repli de 1,1% en moyenne durant les trois premiers mois de l'année 2015.

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



Source : BAM.

En ce qui concerne les conditions d'octroi du crédit bancaire, les résultats de l'enquête menée par Bank Al-Maghrib indiquent la poursuite de l'assouplissement de l'offre, avec une légère amélioration au premier trimestre 2015 par comparaison au trimestre précédent. Cet assouplissement aurait concerné aussi bien les ménages que les entreprises. Pour ces dernières, les banques auraient assoupli les conditions pour les prêts à l'équipement et les facilités de trésorerie, alors qu'elles les auraient durci pour les crédits destinés au financement de la promotion immobilière. En ce qui concerne les crédits aux particuliers, les conditions seraient, selon les banques, assouplies pour les prêts à l'habitat et durcies pour celles des prêts à la consommation. En revanche, la demande se serait inscrite en légère baisse, avec une diminution, selon les banques, de celle relative aux crédits à l'équipement et à la promotion immobilière et une amélioration de la demande au titre des prêts à l'habitat.

Par branche d'activité, les données relatives au premier trimestre 2015 font ressortir des baisses annuelles de 4,6% des concours alloués aux industries manufacturières contre celle de 1,2% enregistrée au trimestre précédent et de 1%, après 0,5% des prêts alloués à la branche « Bâtiments et travaux publics ». En revanche, les crédits destinés à la branche « Electricité, gaz et eau » ont continué d'afficher des augmentations importantes, soit 24,6% au lieu de 31,4% et ceux destinés aux services se sont accrus de 3,8% après une hausse de 4,3%.

S'agissant des prêts accordés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire, ils ont accusé durant le premier trimestre 2015 une baisse de 1,3% après celle de 0,4% au quatrième trimestre 2014, en liaison notamment avec la diminution de 3,1% des prêts distribués par les sociétés de financement. Par objet, les crédits à la consommation ont marqué une diminution de 14%, contre celle de 13,7% enregistrée un trimestre auparavant, et ceux d'affacturage se sont contractés de 4,5% après une hausse de 30,5%. A l'inverse, le rythme de progression du crédit bail s'est accéléré de 1,3% à 2%. Compte non tenu de l'opération d'absorption d'une société de financement par sa banque, les prêts distribués par les autres sociétés financières auraient augmenté de 0,4%, au lieu de 2,5%, tandis que les crédits à la consommation auraient baissé de 2,8%, au lieu de 2,7%.

Autres sources de création monétaire

Les réserves internationales nettes ont vu leur taux de croissance annuel revenir de 21% au premier trimestre 2015 à 17,1% en avril.

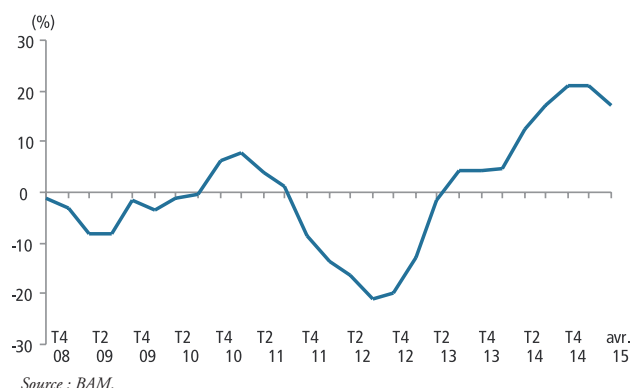
S'agissant des créances nettes sur l'administration centrale, elles ont augmenté de 0,6% en avril, soit un rythme quasi-similaire à celui observé au premier trimestre. Cette évolution recouvre une baisse de 5,6% des détentions des banques en bons du Trésor après celle de 2,4% et une expansion de 85,7% de celles des OPCVM monétaires, après 35,8%. Quant aux engagements des autres institutions de dépôts, leur encours a augmenté de 13,8 milliards de dirhams en moyenne à 14,9 milliards.

Placements liquides

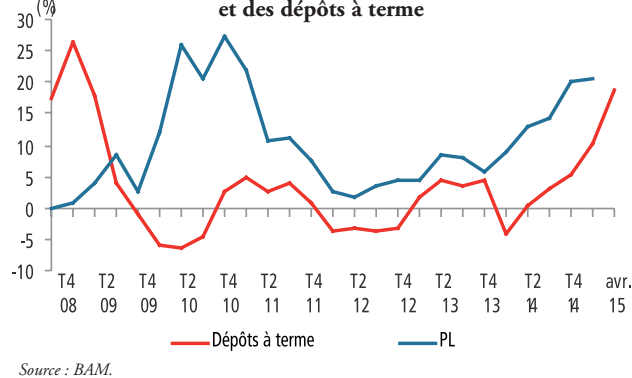
Le rythme de progression annuelle des agrégats de placement liquides s'est accru de 15,9% en avril 2015, après 20,5% en moyenne au premier trimestre 2015. Ce ralentissement a concerné l'ensemble des catégories de placements liquides.

En effet, les titres inclus dans l'agrégat PL1 ont progressé de 11,4% en avril, au lieu de 14,8% un trimestre auparavant, en liaison avec la décélération du rythme de croissance de l'encours des bons du Trésor de 13,6% à 9,8%. De même, le taux d'accroissement des titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2 est revenu de 32,6% à 25,5%. Dans le même temps, l'encours des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, a augmenté de 17,8% en avril, au lieu de 25,4% au premier trimestre 2015, traduisant essentiellement la dépréciation 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

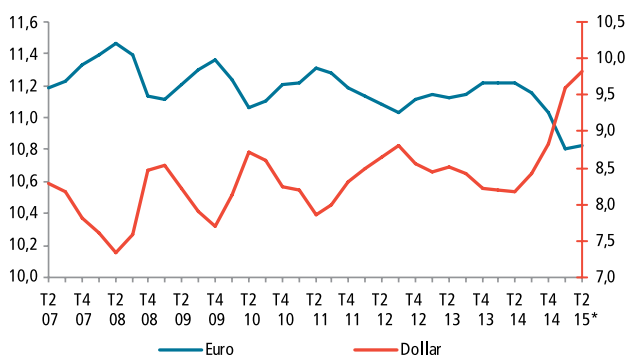


Taux de change

Au terme du deuxième trimestre¹, et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,8% vis-à-vis de l'euro et s'est appréciée de 0,64% contre le dollar américain.

Quant au taux de change effectif² du dirham, il s'est déprécié au premier trimestre 2015 de 0,34% en termes nominaux alors qu'il s'est apprécié de 0,18 % en termes réels en raison d'un taux d'inflation globalement supérieur au Maroc comparativement aux pays partenaires et concurrents.

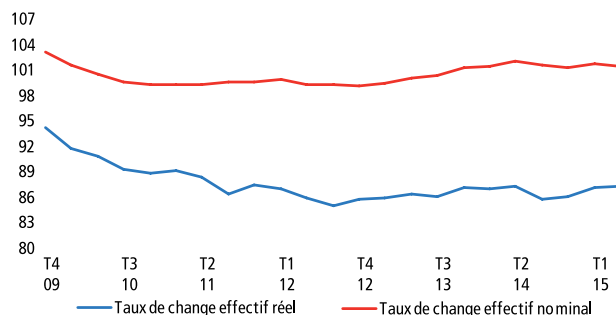
Graphique 4.13 : Evolution du taux de change du dirham



* L'observation du deuxième trimestre 2015 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} avril au 26 mai 2015.

Source : BAM.

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



Sources : FMI et calcul de BAM.

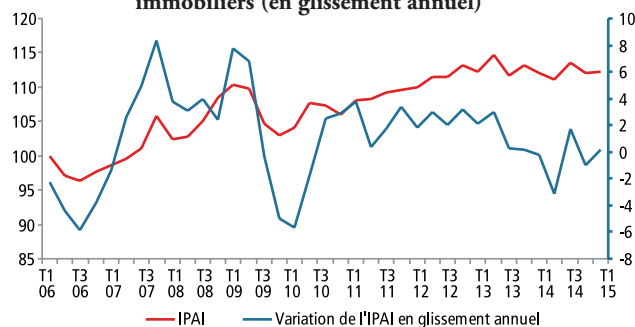
4.2 Prix des actifs

Au cours du premier trimestre 2015, les prix des actifs immobiliers ont enregistré une légère hausse de 0,2% d'une année à l'autre. L'augmentation de 0,4% des prix du foncier a été compensée par la baisse de 1,6% de ceux du commercial. Quant aux prix des biens résidentiels, ils sont restés quasiment inchangés par rapport à leur niveau de T1-2014.

En ce qui concerne les ventes, elles se sont accrues de 7,4%, avec 8,8% pour le résidentiel, 2,5% pour le foncier et 7% pour les biens à usage commercial.

Par principale ville, les prix se sont inscrits en baisse avec des taux de 0,3% à Casablanca et Rabat-Témara-Salé, de 1,9% à Tanger et de 4,1% à Marrakech. Dans ces conditions, le nombre de transactions a connu des hausses de 18,5% à Casablanca, de 9,3% à Tanger et de 16% à Rabat-Témara-Salé.

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



¹ Le deuxième trimestre de l'année 2015 comprend uniquement la période allant du 1^{er} avril au 26 mai 2015.

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

Par ailleurs, les données récentes relatives aux crédits immobiliers montrent que les crédits à l'habitat se sont accrus de 6,2% en avril, en glissement annuel, après 5,9% au premier trimestre 2015 et une moyenne de 5,4% en 2014. Les crédits destinés à la promotion immobilière ont, pour leur part, continué d'afficher des évolutions négatives soit -6,4% après -3,8% au premier trimestre 2015 et une moyenne de -4,2% en 2014.

4.2.2 Actifs financiers

4.2.2.1 Actions

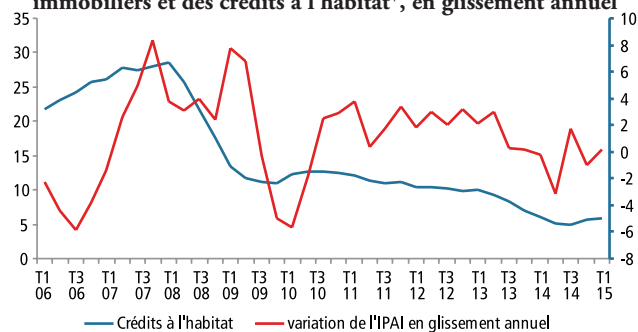
Après un accroissement de 6,8% enregistré durant le premier trimestre 2015, le MASI a accusé des baisses durant les mois d'avril (-3,2%) et mai (-2,3%), ramenant sa performance depuis le début de l'année à 0,9%. Par secteur, l'indice a connu un repli de 4,3% après une hausse de 16,1% pour les « bâtiments et matériaux de construction », une baisse de 3,8% après un accroissement de 6,5% pour les « banques » et une diminution de 12,1% après une progression de 16,9% pour les « télécommunications ». Pour le secteur immobilier, il a enregistré une nouvelle baisse de 3,5% après celle de 15,5% un trimestre auparavant.

La capitalisation boursière, s'est inscrite en hausse de 1,8% à 487,3 milliards, portant son ratio au PIB à 51%.

Dans ces conditions, le Price Earnings Ratio s'est établi à fin mai à 19,8 après 19,2 à fin décembre 2014 et le Price to Book Ratio s'est légèrement déprécié à 2,38.

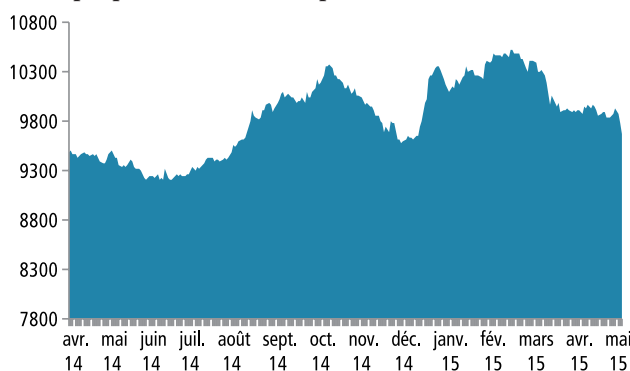
Concernant le volume des transactions, il est revenu de 3,9 milliards de dirhams en moyenne au premier trimestre 2015 à 2,2 milliards durant les mois d'avril et mai. Il s'est ainsi établi à 16,0 milliards de dirhams depuis le début de l'année après 16,5 milliards durant la même période de l'année précédente. Le marché central a drainé 67% du montant échangé, soit 10,7 milliards.

Graphique 4.16 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et des crédits à l'habitat*, en glissement annuel



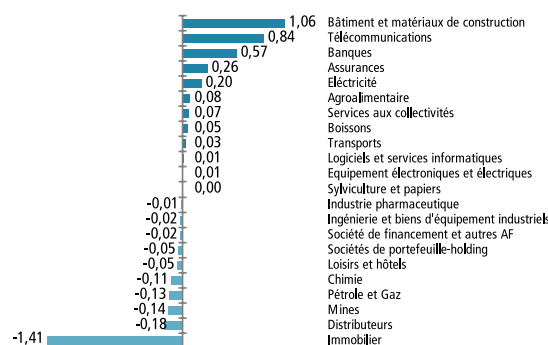
* Compte non tenu des crédits destinés à la promotion immobilière.

Graphique 4.17 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source: Bourse de Casablanca.

Graphique 4.18 : Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI depuis le début de l'année (en %)



Source : Bourse de Casablanca

4.2.2.2 Bons du Trésor

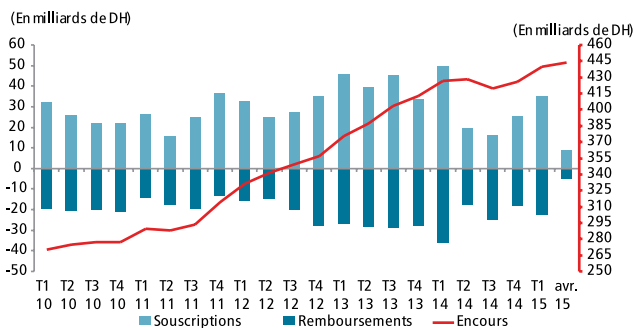
Sur le marché de la dette souveraine, les émissions du Trésor ont atteint 8,7 milliards de dirhams en avril après 11,7 milliards en moyenne mensuelle durant le premier trimestre 2015 et 9,3 milliards en 2014. Elles ont porté principalement sur le court terme avec une part de 81%. Ces levées ont été assorties de taux en hausse notamment sur le court terme où ils ont varié entre 2,6% et 2,7% contre 2,43% et 2,55% le trimestre précédent. Tenant compte du remboursement d'un montant de 4,9 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est chiffré à 443,4 milliards, en augmentation de 4,1% par rapport à fin décembre.

4.2.2.3 Autres titres de créance

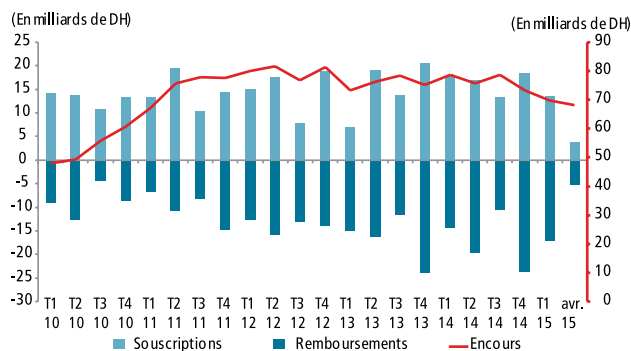
Les émissions des autres titres de créances négociables ont totalisé 3,8 milliards de dirhams en avril après une moyenne de 4,5 milliards au T1 2015 et de 5,5 milliards en 2014, avec des taux en hausse pour les bons de sociétés de financement et en baisse pour les billets de trésorerie. Pour les certificats de dépôts, les levées ont atteint 1,9 milliard de dirhams après une moyenne de 2,9 milliards un trimestre auparavant et ont été effectuées avec des taux variant entre 2,8% et 3,75% après une fourchette entre 2,52% et 3,93% au cours du premier trimestre. Les émissions des bons de sociétés de financement ont, quant à elles, totalisé 455 millions de dirhams après une moyenne de 337 millions assorties des taux allant de 3,57% à 3,99% au lieu de 3,09% à 4%. De même, les souscriptions des billets de trésorerie ont enregistré une hausse de 200 millions de dirhams à 1,4 milliard et leur taux ont varié entre 3% et 4,8% après un intervalle de 3% à 5,75%. Tenant compte des remboursements d'un montant de 5,3 milliards de dirhams, l'encours des autres titres de créances négociables s'est établi à 68,2 milliards de milliards, en baisse de 7% par rapport à fin décembre.

Le marché obligataire n'a connu aucune émission durant le mois d'avril, après des levées de 2,8 milliards au premier trimestre 2015 contre

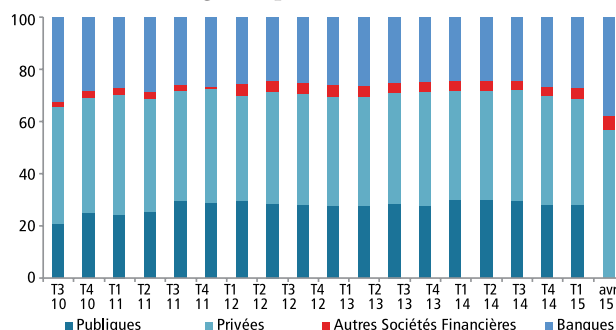
Graphique 4.19 : Evolution de l'encours des bons du Trésor



Graphique 4.20: Evolution de l'encours des titres de créances négociables



Graphique 4.21 : Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur (en %)



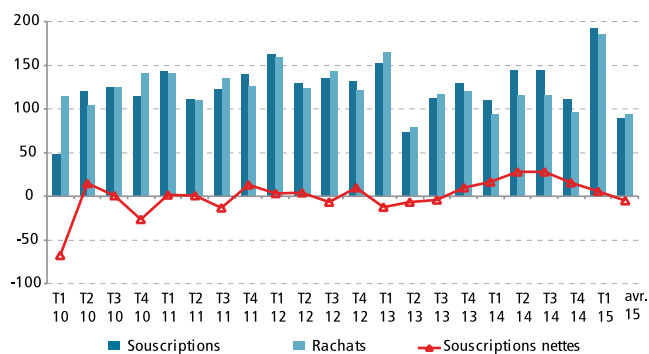
4 milliards durant la même période une année auparavant. Ainsi, l'encours s'est établi à 96,9 milliards, en augmentation de 1,3% par rapport à fin décembre.

4.2.2.4 Titres d'OPCVM

Entre les mois d'avril et mai¹, les souscriptions aux titres d'OPCVM sont ressorties en baisse, enregistrant une moyenne mensuelle de 44,7 milliards de dirhams après celle de 63,8 milliards un trimestre auparavant. Dans le même sens, les rachats se sont chiffrés à 47,2 milliards en moyenne mensuelle contre 61,9 milliards. Pour ce qui est de l'indice de performance des fonds OPCVM, il s'est déprécié de 1% par rapport au trimestre précédent. Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM valorisé à fin mai, a atteint 304,6 milliards de dirhams en baisse de 2,1% d'un trimestre à l'autre.

Par catégorie d'OPCVM, l'actif net a régressé de 1,3% pour les fonds obligataires, de 3,1% pour ceux monétaires et de 5% pour les fonds actions.

Graphique 4.22 : Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM (en milliards de dirhams)



Source : CDVM;

¹ Données des OPCVM arrêtées le 15 mai 2015.

5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives à l'évolution des prix à la consommation du mois d'avril indiquent la poursuite de la hausse de l'inflation entamée au quatrième trimestre 2014. Elle s'est établie à 1,7% en avril et à 1,6% en moyenne au cours des quatre premiers mois de l'année contre 0,4% en 2014. Cette évolution est attribuable essentiellement à la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 2,6% en moyenne depuis le début de l'année contre un repli de 5,6% en 2014. Pour sa part, l'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, est restée quasi-stable à 1,4% entre janvier et avril contre 1,2% en 2014. Par composante, cet accroissement reflète la hausse de 1,4% à 1,6% de l'inflation des biens échangeables (IPCXE) et de 0,9% à 1,2% de celle des biens non échangeables (IPCXNE). Ces évolutions ont plus que compensé l'effet du recul des prix des carburants et lubrifiants en relation principalement avec le repli des cours internationaux des produits pétroliers et la suppression de la taxe de péréquation. Pour ce qui est des prix à la production industrielle, ils ont poursuivi leur reflux entamé depuis janvier 2013, en accusant un repli annuel de 5,1% en avril après celui de 4,9% un mois auparavant, en liaison principalement avec la diminution de 32,5% des prix de la branche « cokéfaction et raffinage » après celle de 31,6%.

5.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie en moyenne à 0,4% en 2014, l'inflation a enregistré une nette accélération durant les quatre premiers mois de l'année, sous l'effet principalement du retournement de tendance des prix des produits alimentaires à prix volatils.

Ainsi, la hausse des prix à la consommation s'est établie à 1,7% en avril après 1,6% en mars. En moyenne, l'inflation ressort à 1,5% au premier trimestre et à 1,6% sur les quatre premiers mois de l'année.

Cette évolution de l'inflation s'explique essentiellement par l'augmentation de 3,3% des prix des produits alimentaires à prix volatils, après 2,4% en mars et 1,9% en février. En particulier, les prix ont progressé en avril de 4% contre 3,1% en mars pour les légumes, de 5,7% après 0,6% pour les poissons frais et de 1,5% après 0,3% pour les volailles et lapins.

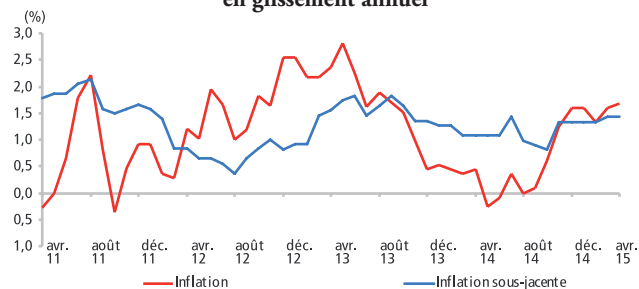
En revanche, le rythme de la baisse des tarifs des carburants et lubrifiants est passé de 19,9% en février à 12,6% en mars, avant de s'accroître à 14,9% en avril, impacté par les fluctuations des cours des produits pétroliers sur le marché international. Leur contribution négative à l'inflation est ainsi revenue de 0,5 à 0,3 puis à 0,4 point de pourcentage. Les tarifs des autres biens et services réglementés ont augmenté de 3,6% après 3,7% en mars et

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

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

* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

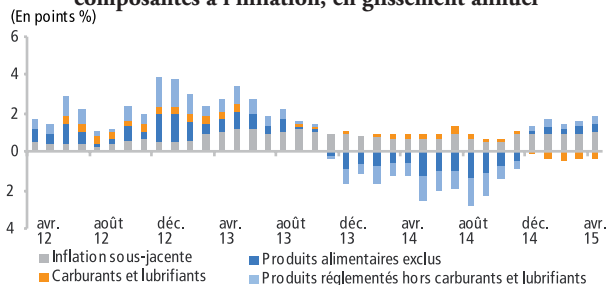
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

3,8% en février, en lien principalement avec la décélération de la progression de ceux du transport et des services médicaux et paramédicaux.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers

Produits (DH/ Litre)	A partir du					
	1 mars 15	16 mars 15	1 avr. 15	16 avr. 15	1 mai 15	16 mai 15
Super carburant	9,96	10,31	10,35	10,37	10,80	10,93
Gasoil 50	8,96	8,96	8,67	8,69	9,12	9,26
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3 916	3 898	3 743	3 782	4 159	4 339

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

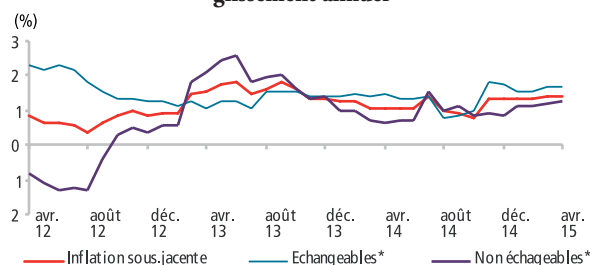
Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et de ceux à tarifs réglementés, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,4%. Cette stagnation recouvre une accélération de 1,8% à 2,2% du rythme d'accroissement des tarifs des restaurants et hôtels, un recul de 0,1% des prix du transport après une hausse 0,6% et une quasi-stagnation de l'inflation des autres rubriques.

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix par catégorie de biens indique que l'évolution de l'inflation sous-jacente s'explique par la quasi-stabilité aussi bien de l'inflation des produits échangeables que de celle des produits non échangeables. En effet, dans un contexte marqué par des niveaux faibles d'inflation dans les principaux partenaires commerciaux du Maroc, le rythme de progression des prix des biens échangeables s'est maintenu à 1,6% depuis le début de l'année, stabilisant ainsi leur contribution à l'inflation sous-jacente à 0,9 point de pourcentage.

Pour sa part, l'inflation des biens non échangeables est restée quasi-inchangée à 1,3% entre mars et avril, participant ainsi à hauteur de 0,6 point de pourcentage à l'inflation sous-jacente. Cette évolution recouvre, toutefois, des variations divergentes au niveau de ses composantes. Si les prix du transport et du loyer ont vu leur taux d'accroissement ralentir, ceux des viandes fraîches, ont, en revanche, enregistré une accélération. Les prix au niveau des autres rubriques ont, quant à eux, évolué au même rythme que le mois précédent.

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

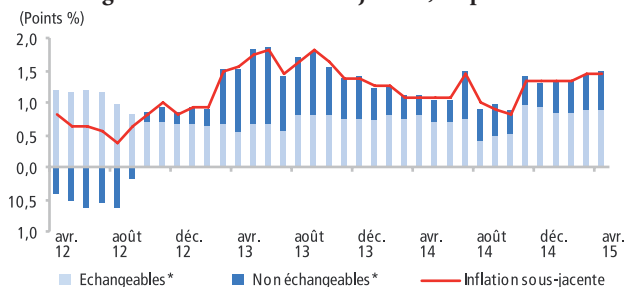
Sources : HCP et calculs BAM.

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 (%)		
	févr. 15	mars 15	avr. 15	févr. 15	mars 15	avr. 15
Biens échangeables (IPCXE)	0,1	0,1	0,0	1,6	1,6	1,6
Biens non échangeables (IPCXNE)	0,0	0,1	0,2	1,1	1,2	1,3

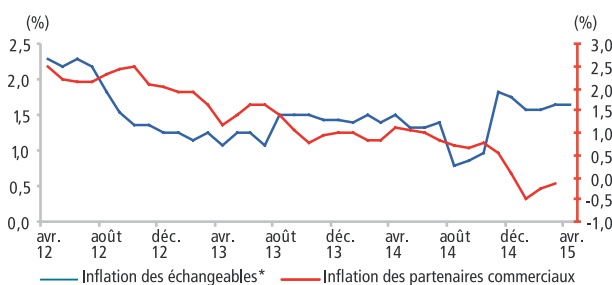
Sources : HCP et calculs de BAM.

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



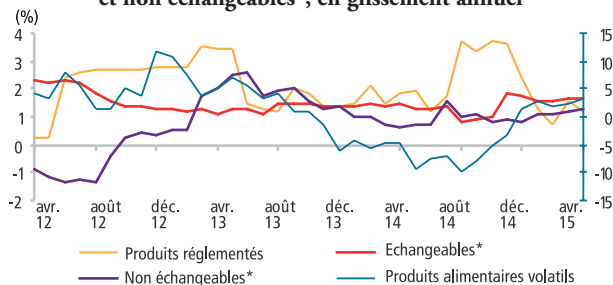
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

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



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

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



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

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

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

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

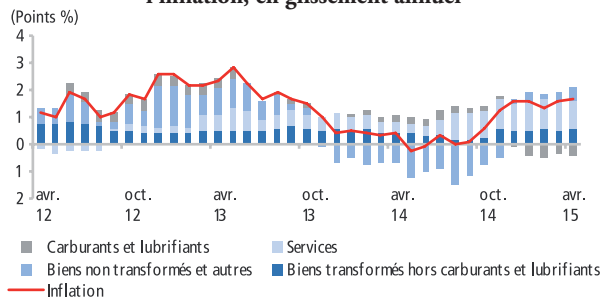
5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que l'augmentation de l'inflation en avril a été tirée par la hausse de 1,4% à 2,1% de l'inflation des biens non transformés et dans une moindre mesure par la légère accélération du rythme de progression des prix des biens transformés, passant de 1,2% à 1,3%. La contribution de ces deux catégories de biens à l'inflation ressort à 1 point de pourcentage contre 0,8 point un mois auparavant. Ces évolutions ont plus que compensé l'accroissement de 12,6% à 14,9% de la baisse des tarifs des carburants et lubrifiants.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production des industries manufacturières ont accusé une baisse mensuelle de 0,3% en avril, après avoir progressé de 1,6% un mois auparavant. Cette évolution est

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 (%)		
	févr. 15	mars 15	avr. 15	févr. 15	mars 15	avr. 15
Biens transformés*	0,1	0,0	0,0	1,2	1,2	1,3
Services	0,1	0,0	0,1	3,3	3,3	3,1
Biens non transformés et autres	-2,1	-0,9	0,6	0,9	1,4	2,1
Carburants et lubrifiants	0,5	9,2	-0,3	-19,9	-12,6	-14,9

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

imputable principalement au repli des prix de 2,4% pour la branche « cokéfaction et raffinage », de 0,6% pour « l'industrie alimentaire » et de 1,7% pour la branche « travail du bois et fabrication d'articles en bois ». Ces baisses ont plus que compensé les hausses de 0,7% et de 0,1% observées respectivement au niveau de « l'industrie d'habillement » et de « l'industrie chimique ».

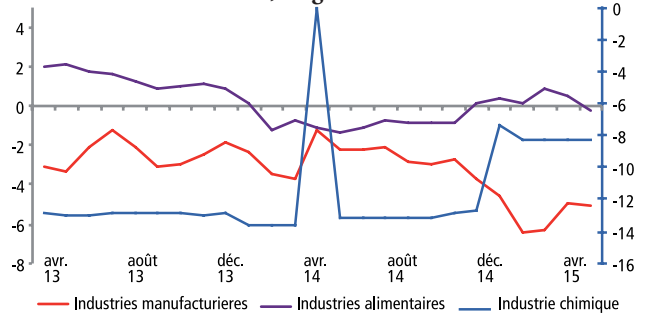
En glissement annuel, les prix à la production industrielle continuent de s'inscrire en baisse avec un taux de 5,1% en avril au lieu de 4,9% en mars, sous l'effet essentiellement de la diminution de 32,5% des prix de la branche « cokéfaction et raffinage » après celle de 31,6% le mois précédent. Dans le même temps, les prix ont augmenté de 6,7% pour la rubrique « industrie de l'habillement » et de 1,7% pour celle de « l'industrie du tabac ».

5.5 Anticipations d'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril 2015, indiquent que les prix des produits industriels devraient s'orienter à la hausse au cours des trois prochains mois. En effet, 21% des chefs d'entreprises anticipent une augmentation des prix durant cette période, alors que 2% tablent sur une baisse (Graphique 5.9). Pour 54% des enquêtés, les prix de ces produits ne connaîtraient pas de variations significatives.

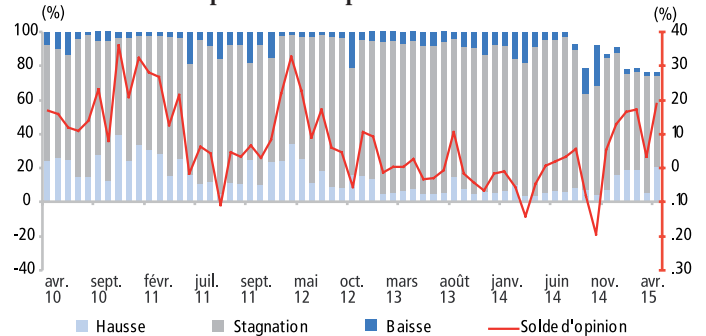
Les données de cette enquête font également ressortir une anticipation à la hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois. Le pourcentage des chefs d'entreprises anticipant une accélération de l'inflation s'est établi à 27%, alors que 5% d'entre eux prévoient un ralentissement du rythme d'accroissement des prix (Graphique 5.10).

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



Sources : HCP et calculs BAM.

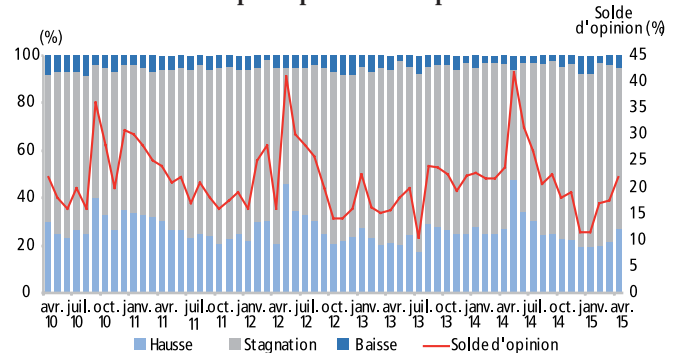
Graphique 5.9 : Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois



* A partir de septembre 2014, une nouvelle modalité « pas de visibilité » a été ajoutée au questionnaire

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

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

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

Au regard des données récentes, l'économie mondiale continue d'afficher une évolution globalement favorable. Cette dynamique est tirée davantage par les pays avancés comme en témoignent les performances de l'économie américaine et du Royaume-Uni qui profitent de la vigueur de la demande interne et du redressement du marché de l'emploi. De son côté, la zone euro connaît un rétablissement progressif favorisé par le soutien de la politique monétaire et les progrès réalisés en matière d'assainissement budgétaire. Aussi, la modération des cours du pétrole contribue significativement à la dynamique de la demande des pays importateurs des produits énergétiques en raison, notamment, de l'amélioration du revenu réel des ménages. Enfin, les instabilités géopolitiques, qui se sont intensifiées dans certaines régions n'ont eu, pour le moment, que des répercussions limitées.

Néanmoins, la première moitié de l'année en cours a également permis de confirmer un certain nombre de vulnérabilités. En effet, la croissance s'est affaiblie dans quelques pays émergents à l'instar du Brésil où la contraction du PIB s'est accentuée et de la Russie qui souffre des conséquences des sanctions économiques et de

la baisse du revenu des exportations des produits énergétiques. De même, bien que la croissance économique ait demeuré à un niveau élevé en Chine, sa progression s'essouffle principalement en raison de la morosité qui persiste sur le marché de l'immobilier. Par ailleurs, les marchés de change ont affiché une certaine volatilité durant les derniers mois, notamment en lien avec les divergences en matière de trajectoires de politiques monétaires des Banques centrales les plus influentes.

Sur le plan des analyses fines, la croissance économique de la zone euro a enregistré un taux de 1% au 1^{er} trimestre de 2015, soit une légère hausse par rapport au 4^{ème} trimestre de 2014 qui a connu un taux de 0,9%. Cette réalisation reflète la poursuite du redressement de l'économie espagnole (2,7% au 1^{er} trimestre de 2015 après 2% au 4^{ème} trimestre de 2014) et l'évolution relativement favorable de la croissance en France (0,7% au 1^{er} trimestre de 2015 après 0% au 4^{ème} trimestre de 2014) qui ont contrebalancé la décélération de l'activité en Allemagne (1% au 1^{er} trimestre de 2015 suite à 1,5% au 4^{ème} trimestre de 2014) et l'atonie persistante de la croissance en Italie (0,1% au 1^{er} trimestre de 2015 contre -0,4% au 4^{ème} trimestre de 2014).

La légère reprise de l'activité dans la zone euro s'explique par le bon comportement de la

consommation et de l'investissement. En effet, durant le 1er trimestre de 2015, le commerce de détail et les immatriculations de voitures ont enregistré des hausses, témoignant ainsi du redressement de la demande intérieure. De même, la production industrielle, hors construction, a augmenté d'environ 0,7% comparativement au 4ème trimestre de 2014, alors que la production dans le secteur de la construction s'est accrue d'environ 2% sur la même période. Ces performances sont confortées par les derniers résultats de l'indice composite des directeurs d'achat et de l'indicateur relatif au climat économique qui ont affiché des niveaux au-dessus de leurs moyennes de long terme. Aussi et dans le sillage des efforts déployés par la BCE pour assouplir les conditions monétaires, l'enquête récente sur la distribution du crédit bancaire a révélé que les contraintes pesant sur l'offre de crédit se sont encore atténuées durant le 1er trimestre de 2015, ce qui devrait soutenir la dynamique de la demande.

S'agissant du marché du travail de la zone euro, en dépit de la baisse du taux de chômage à 11,1% durant le mois d'avril, cet indicateur demeure à un niveau élevé et renferme des disparités entre les différents pays. En effet, le chômage a reculé en Espagne (de 23,3% en janvier à 22,7% au mois d'avril), il a affiché une légère baisse en Allemagne (de 4,8% à 4,7%), quasiment stagné en France (10,5% sur la même période), tandis qu'il a affiché une légère hausse en Italie, passant de 12,3% au mois janvier à 12,4% au mois d'avril.

En ligne avec la modération des cours internationaux des matières premières énergétiques, l'inflation dans la zone euro continue d'afficher de faibles niveaux quoiqu'une légère reprise ait été observée durant les derniers mois. En effet, elle est passée de -0,6% au mois de janvier à 0,3% au mois de mai. Cette tendance découle de la hausse modérée des prix des produits alimentaires (1,2%) et des services

(1,3%) qui a compensé la chute des prix de l'énergie (-5%).

Pour ce qui est de l'économie américaine, malgré les mouvements sociaux dans les ports de l'ouest et la vague de froid qui a paralysé quelques grandes villes en début d'année, la progression favorable de la croissance s'est maintenue durant le 1^{er} trimestre de 2015 puisqu'un taux de 2,7% est attendu après 2,4% enregistré au 4ème trimestre de 2014. 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 baisse des exportations, 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 taux de chômage s'est stabilisé à 5,5% au mois de mai après 5,7% durant le mois de janvier. Néanmoins et contrairement à l'année écoulée, cette baisse s'est également accompagnée par une amélioration des conditions sur le marché du travail. En effet, le taux de participation et le taux d'emploi ont augmenté au cours des deux premiers mois de l'année en cours et la part des travailleurs employés à temps partiel pour des raisons économiques a fléchi.

Par ailleurs, la baisse des prix, observée au début de l'année en cours aux Etats-Unis, s'est prolongée puisque l'inflation est passée de -0,1% en janvier à -0,2% en avril. Cette tendance reflète la chute des prix de l'énergie (-19,4%) qui a largement compensé la hausse des prix des produits alimentaires (2%) et des services (1,8%).

Au regard de l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds Monétaire International, datant du mois d'avril, tablent sur une croissance de l'ordre de 1,5% en 2015 et 1,6% en 2016 pour la zone euro. En ce qui

concerne les Etats-Unis, le FMI anticipe un taux de croissance de 3,1% à la fois pour 2015 et 2016. Eu égard aux taux communiqués lors du RPM du mois de mars, les prévisions de croissance de la zone euro ont été légèrement revues à la hausse (1,2% était prévu en 2015 et 1,4% en 2016), alors que celles de l'économie américaine ont connu un ajustement à la baisse (3,6% et 3,3% étaient prévus respectivement pour 2015 et 2016).

Les incertitudes planant sur les perspectives de l'activité économique se sont atténuées comparativement à l'exercice précédent, quoiqu'elles demeurent globalement orientées à la baisse. En effet, un retournement rapide des cours du pétrole, suite à une éventuelle baisse de l'offre des pays producteurs ou à une correction excessive des marchés, pourrait freiner l'expansion de la demande dans les pays importateurs des produits énergétiques. Par ailleurs et dans le sillage du processus de normalisation de la politique monétaire, une hausse plus forte que prévu des taux américains de long terme pourrait provoquer une inversion de la modération des primes de risque et accroître la volatilité sur les marchés financiers notamment dans les pays émergents. Dans le même sens, les divergences en matière de politique monétaire, les perspectives de croissance et l'évolution des positions extérieures devraient continuer à accentuer la volatilité sur les marchés de change. Par conséquent, si le dollar s'apprécie durablement, les bilans des débiteurs en dollar pourraient significativement se fragiliser particulièrement si les gains commerciaux accumulés par l'amélioration de la compétitivité prix ne couvrent pas le poids engendré par la hausse des charges de la dette. Aussi, le prolongement de la baisse des prix, notamment dans la zone euro, exacerbe les appréhensions relatives à une inflation durablement faible. Enfin, les instabilités géopolitiques en Russie et en Ukraine, au Moyen-Orient et dans certains pays en Afrique pourraient conduire à une

escalade des tensions et perturber davantage le commerce et les marchés financiers.

Dans ce contexte, un taux de croissance moyen pondéré pour les principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) de l'ordre de 1,7% a été retenu dans le cadre du présent exercice de prévision pour les années 2015 et 2016. Comparativement au RPM du mois de mars, ces prévisions ont été révisées à la hausse au regard des perspectives de croissance plus favorables dans la zone euro (un taux de 1,4% était prévu pour 2015 et 1,5% pour 2016). À rappeler que ces taux sont calculés sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

S'agissant des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son dernier rapport sur les projections macroéconomiques du mois de mars, des taux compris entre 0,6% et 0,8% en 2015 et entre 1,7% et 1,9% en 2016, soit une révision à la baisse comparativement aux taux communiqués dans le rapport du mois de décembre. De son côté, la BCE prévoit, dans ses dernières projections macroéconomiques pour la zone euro, des taux d'inflation de 0% pour 2015 et 1,5% pour 2016, en baisse également par rapport au niveau communiqué auparavant pour l'année 2015. À moyen terme, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro ont trait aux incertitudes entourant l'activité économique, la transmission des nouvelles mesures de politique monétaire prises par la BCE, les cours des matières premières énergétiques, les tensions géopolitiques ainsi que les évolutions du taux de change.

Dans ces conditions et en ligne avec les dernières prévisions des institutions financières internationales, les prix à l'importation hors énergie devraient connaître une légère baisse en 2015, suivie par une quasi-stabilisation en 2016. Cette tendance s'expliquerait par la stabilité de

l'offre à l'échelle mondiale et les perspectives de croissance modérées des pays émergents, principaux importateurs des matières premières hors énergie.

6.1.2 Environnement national

Dans la lignée des projections présentées dans le RPM du mois de mars, les perspectives de croissance de l'économie nationale demeurent favorables pour l'année 2015. Ce dynamisme est attribuable à la réalisation d'une campagne agricole exceptionnelle et à la reprise graduelle des activités non agricoles en lien avec le redressement, quoi que modéré, de la croissance chez les principaux pays partenaires.

Selon les récentes déclarations du Ministre de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, la production céréalière de l'année en cours devrait atteindre 110 millions de quintaux, soit une hausse de 62% par rapport à la campagne de l'année passée et de 47% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Cette performance est due notamment à des conditions climatiques favorables marquées par un volume pluviométrique important et bien réparti dans le temps et dans l'espace.

Par conséquent, Bank Al-Maghrib a revu à la hausse ses hypothèses pour la présente campagne agricole et une production céréalière de 110 millions de quintaux est désormais retenue au lieu de 90 millions de quintaux prévue dans le RPM du mois de mars. Ainsi, une hausse de 15% de la valeur ajoutée agricole est attendue en 2015, après une contraction de 2,5% enregistrée l'année écoulée. Pour 2016, l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne est retenue.

Comparativement à 2014, l'activité non agricole devrait connaître une légère amélioration en lien avec la dynamique favorable de la demande intérieure et la reprise, bien que modérée, de l'activité chez les principaux pays partenaires du Royaume. En effet, la consommation finale

des ménages devrait afficher un profil favorable comme en témoignent la reprise des crédits à la consommation (11,5% à fin avril y compris l'opération de fusion de la BMCI et de BMCI Crédit Consommation) et le redressement des transferts des MRE (5,5% à fin mai). Cette orientation est également favorisée par l'amélioration attendue des revenus agricoles et le maintien du pouvoir d'achat en raison de l'évolution modérée des prix dont notamment la composante énergétique.

S'agissant de l'investissement privé, une légère reprise est attendue comme en atteste le raffermissement du crédit à l'habitat (6,2% respectivement à fin avril) et le maintien du crédit à l'équipement qui a enregistré un taux de progression de 1,9% à fin avril. De leur côté, les flux d'IDE et les importations en biens d'équipement (y compris les acquisitions d'avions par la RAM) se sont accrus en glissement annuel respectivement de 22,8% et 4% à fin mai. Pour ce qui est de l'investissement public, au regard de l'enveloppe budgétaire programmée (5,2% du PIB) et du taux d'exécution à fin avril (37%), celui-ci devrait contribuer positivement à la dynamique de l'investissement global.

En égard à l'ensemble de ces évolutions, le taux de croissance du PIB non agricole devrait s'établir à 3,5%, soit une revue à la baisse comparativement au précédent RPM. Aussi, compte tenu des perspectives de réalisation d'une campagne agricole exceptionnelle, la croissance globale devrait se situer à 4,8%. Les principales incertitudes qui entourent ces prévisions ont trait notamment à l'ampleur de la reprise de la demande étrangère ainsi qu'aux évolutions futures des prix de l'énergie.

Concernant le marché du travail, les derniers chiffres pointent vers une baisse du taux de chômage au niveau national qui est passé de 10,2% au 4^{ème} trimestre de 2014 à 9,9% au 1^{er} trimestre de l'année en cours, reflétant un repli

de 14,6% à 14,3% en milieu urbain et de 5,1% à 4,7% en zones rurales. Ces évolutions recouvrent la création de 27.000 emplois qui ont concerné principalement l'agriculture (14.000 postes), l'industrie y compris l'artisanat (9.000 postes) et les services avec 4.000 postes. En revanche, pour le BTP, les emplois créés ont quasiment compensé les destructions.

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. En effet, les industriels tablent sur une quasi-stagnation de l'effectif employé dans l'ensemble des branches industrielles. 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.

Au regard du maintien de la production à un niveau élevé, des répercussions limitées des risques géopolitiques, de la modération des perspectives économiques des pays émergents et de l'appréciation du Dollar, les prévisions des prix du pétrole pointent toujours vers des niveaux modérés pour les années 2015 et 2016. Ainsi, dans son édition du mois d'avril, la Banque Mondiale a maintenu sa prévision à 53,2 \$/baril pour 2015. Pour 2016, le prix devrait se situer aux environs de 57,2\$/ baril, soit une légère hausse comparativement au chiffre communiqué dans l'édition du mois de janvier (56,9\$/ baril). De son côté, le FMI prévoit des cours de 58,1\$/ baril et 65,6\$/baril respectivement pour 2015 et 2016, contre 56,7\$/baril et 63,8\$/baril dans son édition du mois de janvier. Les incertitudes entourant ces prévisions ont globalement trait à un ajustement de l'offre des principaux pays producteurs, une reprise plus soutenue qu'anticipé de la demande mondiale ainsi qu'à une éventuelle exacerbation des tensions géopolitiques.

Par conséquent et compte tenu des évolutions récentes sur les marchés des produits énergétiques, le prix du gasoil à la pompe devrait connaître une augmentation modérée sur le reste de l'horizon de prévision.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

La reprise progressive de l'inflation observée jusqu'à fin avril 2015 devrait se poursuivre sur tout l'horizon de prévision. Le renversement de la tendance baissière des prix ayant marqué l'année 2014 serait ainsi attribuable au redressement de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils ainsi qu'au dynamisme anticipé de la demande globale dans le sillage d'une année agricole exceptionnelle et de l'orientation relativement favorable de l'activité chez les pays partenaires.

Dans ce contexte, les prévisions de l'inflation à l'horizon de six trimestres sont restées quasi stables comparativement à celles communiquées dans le RPM du mois de mars. A court terme, une légère révision à la hausse a été opérée et une inflation de 1,8% est attendue au titre du second trimestre de 2015, contre 1,5% prévu dans le dernier RPM. Sur l'ensemble de l'année 2015, la prévision de l'inflation se situerait en moyenne à 1,5%, en quasi-stagnation par rapport au niveau communiqué dans l'exercice de mars (1,4%). Enfin, la prévision centrale sur l'horizon des six prochains trimestres se maintiendrait à 1,4%, soit un taux similaire à celui anticipé un trimestre auparavant.

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).

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

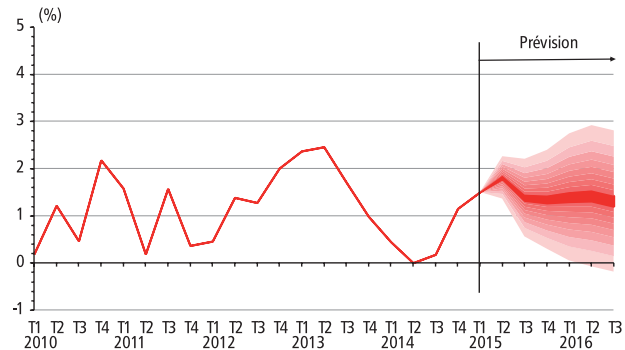
Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2015 T2 –2016 T3

	2015			2016			Moyenne	HP*
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	2015	
Prévision centrale (%)	1,8	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3	1,5	1,4

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2015 T2 - 2016 T3
(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