



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 32 / 2014

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 23 septembre 2014





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 23 septembre 2014

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
DH	: Dirham
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
HCP	: Haut Commissariat au Plan
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
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
ONE	: Office National d'Electricité
OPCVM	: Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
Pb	: Points de base
P/B	: Price to Book Ratio
PER	: Price Earnings Ratio
PIB	: Produit Intérieur Brut
PL	: Placements liquides
RPM	: Rapport sur la politique monétaire
PME	: Petites et Moyennes Entreprises
RIN	: Réserves internationales nettes
RL	: Reprise de liquidités
SMIG	: Salaire Minimum Interprofessionnel Garanti
TIC	: Taxe Intérieure de Consommation
TMP	: Taux Moyen Pondéré
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
VA	: Valeur Ajoutée
WEO	: World Economic Outlook (perspectives économiques mondiales)

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	11
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale</b> .....	<b>15</b>
1.1 Production .....	15
1.2 Consommation .....	18
1.3 Investissement .....	20
1.4 Comptes extérieurs .....	21
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail</b> .....	<b>23</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	23
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	24
<b>3. Environnement international et prix à l'importation</b> .....	<b>26</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	26
3.2 Prix des matières premières et inflation .....	30
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	32
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs</b> .....	<b>34</b>
4.1 Conditions monétaires .....	34
4.2 Prix des actifs .....	41
<b>5. Evolution récente de l'inflation</b> .....	<b>44</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	44
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	45
5.3 Biens et services .....	46
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	46
5.5 Anticipations d'inflation .....	47
<b>6. Perspectives de l'inflation</b> .....	<b>49</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	49
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	52

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T2 2014-T4 2014 .....	15
Graphique 1.2	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes .....	16
Graphique 1.3	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires .....	16
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale .....	16
Graphique 1.5	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP et des ventes cumulées de ciment .....	17
Graphique 1.6	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	17
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des transferts MRE .....	18
Graphique 1.8	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation .....	18
Graphique E1.1.1	: Soldes du budget .....	19
Graphique E1.1.2	: Recettes ordinaires.....	19
Graphique E1.1.3	: Dépenses globales.....	19
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement.....	20
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires .....	20
Graphique 1.11	: Evolution des exportations.....	21
Graphique 1.12	: Evolution des exportations des phosphates .....	21
Graphique 1.13	: Evolution des ventes des secteurs automobile et textile et cuir .....	22
Graphique 1.14	: Evolution des importations, .....	22
Graphique 1.15	: Evolution des importations du pétrole brut .....	22
Graphique 2.1	: Output gap non agricole et celui des principaux pays partenaires .....	23
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.3	: Evolution du coût unitaire de production.....	23
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail.....	24
Graphique 2.5	: Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité .....	24
Graphique 2.6	: Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels .....	25
Graphique 2.7	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	25
Graphique 3.1	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis .....	26
Graphique 3.2	: Evolution du Spread LIBOR -OIS .....	26
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	27
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 .....	28
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés .....	28
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents .....	29
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.....	31
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	32
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'importation des produits alimentaires .....	32
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'importation des produits miniers .....	32
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'importation des demi-produits .....	33
Graphique 3.19	: Evolution de l'IPM .....	33

Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	34
Graphique 4.2	: Evolution des taux débiteurs .....	34
Graphique 4.3	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor .....	35
Graphique 4.4	: Variation en glissement annuel de M3 .....	35
Graphique E 4.1.1	: Evolution de l'effet des FALB par trimestre.....	36
Graphique E 4.1.2	: Evolution de l'effet des FALB par mois.....	36
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires .....	36
Graphique E 4.1.4	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	36
Graphique E 4.1.5	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire .....	37
Graphique 4.5	: Ecart monétaire .....	37
Graphique 4.6	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire .....	37
Graphique 4.7	: Variation en glissement annuel des composantes de M3 .....	38
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel du crédit .....	38
Graphique 4.9	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit .....	38
Graphique 4.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	38
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes.....	39
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	40
Graphique 4.13	: Evolution du taux de change du dirham .....	40
Graphique 4.14	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham .....	40
Graphique 4.15	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers .....	41
Graphique 4.16	: Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	41
Graphique 4.17	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	41
Graphique 4.18	: Evolution quotidienne de l'indice MASI .....	41
Graphique 4.19	: Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI .....	42
Graphique 4.20	: Evolution de l'encours des Bons du Trésor.....	42
Graphique 4.21	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	42
Graphique 4.22	: Evolution de la structure de l'encours obligataires par émetteur .....	42
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	44
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	45
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	45
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	46
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	46
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	46
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	46
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	47
Graphique 5.9	: Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles.....	47
Graphique 5.10	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	47
Graphique 5.11	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	48
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2014 T3 - 2015 T4 .....	53

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité .....	15
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale à fin août 2014 .....	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 et dans la zone euro .....	30
Tableau 3.4	: Futures du prix du pétrole .....	30
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 .....	35
Tableau 4.2	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	35
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes .....	44
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	45
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	45
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés .....	46
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services .....	47
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2014 T3 –2015 T4 .....	53

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Exécution budgétaire à fin juillet 2014 .....	19
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	36



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 23 septembre 2014

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 23 septembre 2014.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions de l'inflation à l'horizon du quatrième trimestre 2015.
3. Le Conseil a noté que la conjoncture économique internationale a été marquée au cours du deuxième trimestre 2014 par une amélioration de la croissance de 1,9% à 2,5% aux Etats-Unis et de 3% à 3,2% au Royaume-Uni, alors que dans la zone euro, elle a ralenti de 1,0% à 0,7%. Au niveau des pays émergents, en Chine et en Inde, elle a connu une accélération tandis qu'au Brésil, le PIB a enregistré sa deuxième contraction consécutive en glissement trimestriel. En termes de perspectives, le FMI a revu, en juillet, sa prévision de la croissance mondiale à la baisse de 3,7% à 3,4% pour 2014 et l'a maintenue à 4% pour 2015. Sur le marché du travail, le taux de chômage a légèrement diminué aux Etats-Unis, de 6,2% en juin à 6,1% en juillet, et s'est stabilisé à 11,5% dans la zone euro. Pour ce qui est des matières premières, les cours se sont globalement orientés à la baisse, en particulier le prix de Brent a accusé en août une baisse mensuelle de 4,7% à 101,9 dollars le baril en moyenne. Dans ce contexte, l'inflation a reculé dans la plupart des économies avancées, notamment dans la zone euro, qui fait face à de sérieux risques de déflation. C'est dans ces conditions que la BCE a décidé lors de sa réunion de septembre, d'abaisser le taux directeur de 10 points de base à 0,05% et celui de la facilité de dépôt de -0,10% à -0,20%. Elle a également annoncé le lancement d'un programme de prêts ciblés à long terme pour soutenir le marché du crédit et la croissance. Pour sa part, la FED a annoncé en septembre une nouvelle réduction de 10 milliards de dollars de son programme d'achat d'actifs et a réitéré son engagement à maintenir son taux directeur proche de zéro pour une période considérable après la fin du programme. Au total, l'ensemble de ces évolutions ne laissent pas indiquer de tensions inflationnistes d'origine externe à moyen terme.
4. Au niveau national, la croissance économique a décéléré à 1,7% au premier trimestre 2014, avec une hausse de 2,2% du PIB non agricole et une baisse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole. Tenant compte de l'évolution récente des indicateurs infra-annuels disponibles, la croissance avoisinerait 2,5% pour l'ensemble de l'année 2014, avec une progression de près de 3% du PIB non agricole et un repli d'environ 2,5% de la valeur ajoutée agricole. Sur le marché de l'emploi, les données du deuxième trimestre indiquent une augmentation, par rapport au même trimestre de 2013, de 0,5 point du chômage à 9,3%. L'output gap non agricole serait négatif et devrait le rester au cours des prochains trimestres, dénotant ainsi de l'absence de tensions inflationnistes émanant de la demande.
5. S'agissant des comptes extérieurs, le déficit commercial des biens s'est allégé de 3,1% à fin août, les exportations ayant enregistré une hausse de 7,1%, résultat notamment de la forte progression des expéditions du secteur automobile et de l'atténuation de la baisse de celles des phosphates et dérivés. En parallèle, et en dépit de la progression de 32,2% des approvisionnements en blé, les importations ont enregistré un accroissement limité à 1,8%, sous l'effet d'une régression de 1,4% des achats des produits énergétiques et de 5,6% des acquisitions de biens d'équipement. Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes de voyages se sont améliorées de 3,0% à 40 milliards de dirhams et les transferts des MRE se sont stabilisés à 39,5 milliards. Tenant compte de ces évolutions et des entrées au titre de dons, le déficit du compte courant devrait revenir de 7,6% du PIB en 2013 à 6,7% à fin 2014. Pour ce qui est du compte capital, les flux nets d'investissements directs étrangers ont accusé une baisse de 9,4%. Au total, l'encours des réserves internationales nettes a atteint 175,6 milliards de

dirhams à fin août, soit l'équivalent de 4 mois et 29 jours d'importations de biens et services et devrait se maintenir à ce niveau d'ici fin 2014.

6. Au plan des finances publiques, le déficit budgétaire hors privatisation s'est établi à 42,5 milliards à fin août 2014, contre 42,2 milliards à la même date de l'année précédente. Les recettes ordinaires ont connu une progression de 3,8%, reflétant notamment une hausse de 3,4% des rentrées fiscales et de 6,4 milliards de celles en dons. Du côté des dépenses, celles d'investissement se sont accrues de 17,3%, tandis que les charges ordinaires ont légèrement augmenté de 0,6% à 159,9 milliards de dirhams, recouvrant une baisse de 19,7% des dépenses de compensation et des accroissements de 17,8% de celles au titre des autres biens et services et de 0,9% de la masse salariale. Tenant compte de ces évolutions, l'objectif d'un déficit budgétaire de 4,9% du PIB à fin 2014 serait atteint.
7. Au niveau de la sphère monétaire, les données du mois de juillet font apparaître un ralentissement du rythme d'évolution du crédit bancaire de 4,2% en moyenne au cours du deuxième trimestre à 3,9% en juillet et une progression de l'agrégat M3 limitée à 3,5% après 4,2%. L'écart monétaire ressort ainsi négatif, indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. Sur le marché interbancaire, le TMP s'est stabilisé à 3,01% en moyenne au cours des mois de juillet et août et le taux débiteur moyen est resté quasi inchangé à 5,98% au cours du deuxième trimestre. Par ailleurs, le taux de change effectif du dirham s'est déprécié au deuxième trimestre comparativement au premier de 0,37% en termes nominaux et de 1,57% en termes réels.
8. Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs a accusé au deuxième trimestre une nouvelle baisse de 1,3% en glissement trimestriel, après celle de 0,2% un trimestre auparavant. Par catégorie, les prix des terrains et des locaux à usage commercial ont enregistré des replis respectifs de 3% et de 3,3%, tandis que ceux des biens résidentiels ont reculé de 0,1% après 0,4% le trimestre précédent.
9. Dans ces conditions, après une hausse de 0,4% en glissement annuel, en juillet, l'indice des prix à la consommation est resté stable en août, sous l'effet d'une accentuation de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils, de 7,1% à 9,9%, qui a plus que compensé les hausses de 12,8% pour l'«Alimentation en eau et assainissement » et de 6,5% pour l'électricité. Sur les 8 premiers mois de l'année, l'inflation ressort à 0,3%, et sa composante sous-jacente à 1,2% en moyenne. Cette dernière est revenue de 1,4% en juillet à 1% août, en liaison avec la décélération du rythme d'accroissement des prix de 1,4% à 0,8% pour les biens échangeables et de 1,6% à 1% pour ceux non échangeables. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur mouvement baissier, avec une nouvelle diminution annuelle de 2,1% en juillet après celle de 1,9% en moyenne au cours du deuxième trimestre.
10. Sur la base de l'ensemble de ces évolutions et tout en tenant compte des révisions des systèmes de tarification de l'eau et d'électricité opérées à partir du mois d'août, l'inflation s'établirait à 0,7% en 2014, à 1,6% en moyenne sur les six prochains trimestres et à 1,9% au terme de l'horizon de prévision, avec une balance de risques équilibrée.
11. Dans ce contexte caractérisé par la poursuite d'un faible rythme de croissance des activités non agricoles, une amélioration des réserves internationales et une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé d'abaisser le taux directeur de 3% à 2,75%, tout en continuant de suivre de près l'ensemble de ces évolutions.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du deuxième trimestre 2014, la conjoncture économique internationale s'est caractérisée par des évolutions différenciées de l'activité selon les pays. La croissance s'est améliorée à 2,5%, après de 1,9% au premier trimestre, aux Etats-Unis et à 3,2%, au lieu de 3%, au Royaume-Uni, alors que dans la zone euro, elle a ralenti de 1% à 0,7%. Au Japon, après une hausse de 2,7%, le PIB a enregistré une stagnation, sous l'effet de la baisse des dépenses de consommation des ménages après le relèvement de la TVA au mois d'avril. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est améliorée de 7,4% à 7,5% en Chine et de 4,6% à 5,7% en Inde. En revanche, au Brésil, le PIB a affiché sa deuxième contraction trimestrielle et sa variation en glissement annuel ressort négative à 0,9% après une hausse de 1,9%. En termes de perspectives, le FMI a abaissé en juillet la prévision de la croissance mondiale pour 2014 à 3,4% et l'a maintenue inchangée à 4% pour 2015. La révision à la baisse a concerné aussi bien les pays avancés que ceux émergents et en développement.

Sur le marché du travail, le taux de chômage a connu en août une légère diminution aux Etats-Unis de 6,2% à 6,1%, alors qu'il est resté inchangé à 11,5% en juillet dans la zone euro. Au Royaume Uni, ce taux s'est stabilisé à 6,4% en mai.

Pour ce qui est de la sphère financière, les taux souverains ont poursuivi leur baisse pour la plupart des pays avancés, tandis que ceux des principales économies émergentes ont, en majorité, connu des hausses entre juillet et août. En parallèle, les indices boursiers se sont repliés avec une augmentation de leur volatilité dans la majorité des économies avancées, alors que le MSCI EM a quasiment stagné, avec des reculs des indices de la Turquie et de l'Inde et une hausse de celui de la Chine. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'accroissement annuel s'est amélioré aux Etats Unis à 6% en août après 5,4% un mois auparavant et dans la zone euro, sa contraction s'est légèrement atténuée de 1,8% à 1,6%. En termes de décisions de politique monétaire, la BCE a abaissé lors de sa réunion du 4 septembre son taux directeur de 10 points de base à 0,05% et a annoncé le lancement d'un nouveau programme d'achat de titres privés. Pour sa part, la FED a annoncé en septembre une nouvelle réduction de 10 milliards de dollars de son programme mensuel d'achat d'actifs en réitérant son engagement à maintenir son taux directeur proche de zéro pour une période longue après la fin de son programme de rachat d'actifs.

Sur le marché des matières premières, les cours se sont globalement inscrits à la baisse, avec en particulier un repli au cours du mois d'août de 7,5% en glissement annuel, à 102,4 dollars le baril du Brent en moyenne. Hors énergie, l'indice des prix des produits agricoles a accusé une diminution de 10,3% et les cours des métaux de base ont été en hausse de 8%.

Dans ces conditions, l'inflation a reculé dans la plupart des économies avancées. La zone euro continue de faire face à de sérieux risques de déflation, avec une stagnation du taux d'inflation à 0,4% entre juillet et août, tandis qu'aux Etats-Unis, l'inflation s'est établie à 2% en juillet après 2,1%.

Globalement, la lenteur du rythme de la reprise et les faibles niveaux d'inflation chez les pays partenaires laissent indiquer l'absence de tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.

Au plan national, les données des comptes nationaux indiquent un ralentissement de la croissance à 1,7% au premier trimestre 2014, sous l'effet d'une contraction de 1,6% de la valeur ajoutée agricole, la hausse du PIB non agricole s'étant quasiment stabilisée à 2,2%. L'évolution au cours des huit premiers mois de l'année des indicateurs infra-annuels disponibles ressort mitigée, avec en particulier une contraction de 5% des ventes de ciment à fin août et une hausse de 3,9% des ventes d'électricité à fin juillet. Tenant compte de ces évolutions, la croissance devrait se situer autour de 2,5% en 2014, le PIB non agricole devrait progresser de 3% et la valeur ajoutée agricole devrait se contracter de 2,5%. Sur le marché du travail, en dépit d'une baisse de 0,3% du taux d'activité, le taux de chômage s'est établi à 9,3%, en augmentation de 0,5 point par rapport au même trimestre de l'année précédente. Il est passé de 13,8%

à 14,2% en milieu urbain et de 3,2% à 3,6% en milieu rural. En somme, le niveau des activités non agricoles serait en deçà de son potentiel et devrait le rester au cours des prochains trimestres, dénotant ainsi d'une absence de tensions inflationnistes émanant de la sphère réelle.

Au niveau des comptes extérieurs, les données à fin août 2014 font état d'un allègement de 3,1% du déficit commercial par rapport à la même période de 2013, résultat d'une hausse des exportations plus importante que celle des importations. Hormis les expéditions de phosphates et dérivés qui ont reculé de 7,1% à 25,1 milliards de dirhams, les autres exportations se sont accrues de 11,1%, grâce notamment à la performance du secteur automobile, dont les ventes ont progressé de 32,6% à 25,8 milliards de dirhams. De même, les livraisons du secteur de l'électronique ont augmenté de 26,3% et les ventes du secteur textile et cuir de 3,0%, confirmant ainsi leur reprise entamée depuis le mois de mars. En regard, les importations de biens ont enregistré une augmentation de 1,8%, reflétant principalement une hausse de 32,2% des achats de blé. En parallèle, les recettes de voyages ont enregistré un accroissement de 3,0% à 40 milliards de dirhams, les transferts des MRE se sont stabilisés à 39,5 milliards de dirhams et les recettes en dons ont dépassé 7 milliards de dirhams. Tenant compte de ces évolutions, le déficit du compte courant devrait s'atténuer à 6,7% du PIB à fin 2014 au lieu de 7,6% en 2013. L'évolution du compte capital a été marquée notamment par une baisse de 9,4% des flux nets des investissements directs étrangers. Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 175 milliards de dirhams à fin août, soit l'équivalent de 4 mois et 29 jours d'importations de biens et services et devrait rester proche de ce niveau d'ici fin 2014.

Sur le volet finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des sept premiers mois de l'année 2014 s'est soldé par un déficit, hors privatisation, de 33,7 milliards de dirhams au lieu de 37 milliards au cours de la même période une année auparavant. Cet allègement traduit l'augmentation de 7,6% des recettes ordinaires, liée à la hausse de 3,6% des recettes fiscales et des recettes en dons. Les dépenses globales ont, pour leur part, progressé de 3,3%, recouvrant principalement un accroissement de 24,2% des dépenses d'investissement et de 1,3% de la masse salariale et une baisse de 16,7% des charges de compensation. A fin 2014, le déficit budgétaire devrait s'établir à 4,9% après 5,5% en 2013.

Sur le plan monétaire, après avoir évolué à un rythme de 4,2% en moyenne au cours du deuxième trimestre, la progression de la masse monétaire a ralenti à 3,5% à fin juillet. L'écart monétaire ressort ainsi à un niveau négatif et devrait le rester au cours des prochains trimestres, dénotant d'une absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme. Le crédit bancaire a enregistré une hausse limitée à 3,9% en glissement annuel, contre 4,2% en moyenne au deuxième trimestre, avec une stagnation des facilités de trésorerie, après une hausse de 0,7%, et une augmentation des crédits à l'équipement de 5,2%, après 3,1%. Pour ce qui est des crédits à la consommation, compte non tenu de l'opération de l'absorption-fusion d'une société de financement par une banque de la place, ils ont accusé une baisse de 1,3% en juillet après une hausse limitée à 0,9% au cours du trimestre précédent. Pour l'ensemble de l'année 2014, la progression du crédit bancaire a été révisé de 4,5% à 4%. S'agissant des conditions monétaires, le taux interbancaire a légèrement baissé pour s'établir à 3,01% en moyenne au cours des deux mois de juillet et août et le taux débiteur moyen est resté quasi inchangé à 5,98% en moyenne au cours du deuxième trimestre 2014. De même, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est resté quasiment inchangé en juillet par rapport à son niveau moyen au cours du deuxième trimestre 2014. Par ailleurs, le taux de change effectif du dirham s'est déprécié au deuxième trimestre comparativement au premier de 0,37% en termes nominaux et de 1,57% en termes réels.

Sur le marché immobilier, les prix ont accusé au deuxième trimestre 2014, un recul de 2,6% en glissement annuel, après une augmentation de 0,4% un trimestre auparavant. Cette évolution reflète des diminutions respectives de 0,3% et 7,6% des prix des biens résidentiels et du foncier, après des hausses de 0,3% et 0,8%. En parallèle, la progression des prix des actifs à usage professionnel a décéléré de 4,7% à 2,8%. Ces évolutions indiquent l'absence de pressions inflationnistes émanant du marché des actifs à moyen terme.

---

Dans ce contexte, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, continue d'enregistrer des niveaux relativement bas, s'établissant à 0,4% en juillet après 0,3% en moyenne au premier semestre. Cette évolution reflète principalement le recul des prix des produits alimentaires les plus volatils et, dans une moindre mesure, la baisse des prix de certains médicaments intervenue en juin dernier qui ont plus que compensé les impacts des hausses des prix des carburants. L'inflation sous-jacente qui retrace la tendance fondamentale des prix est revenue de 1,5% en 2013 à 1,2% durant les sept premiers mois de 2014, recouvrant une quasi-stagnation de l'inflation des biens échangeables et un recul de celle des biens non échangeables. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur reflux entamé depuis le début de 2013, affichant une baisse annuelle de 2,1% en juillet après celle de 2,3% un mois auparavant.

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 modérée avec une balance des risques équilibrée. Elle s'établirait à 0,7% en 2014, à 1,6% en moyenne sur les six prochains trimestres et à 1,9% au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre 2015.

بنك المغرب  
بنك المغرب

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

La croissance nationale s'est inscrite en ralentissement à 1,7% au premier trimestre 2014, contre 3,8% à la même période une année auparavant, reflétant un recul de 1,6% de la valeur ajoutée agricole, la hausse du PIB non agricole s'étant établie à 2,2%. Aux deuxième et troisième trimestres, la progression du PIB devrait s'établir en moyenne à 2,4%, recouvrant une baisse de 2,5% de la valeur ajoutée agricole. En dépit d'une amélioration de certaines activités, la croissance du PIB non agricole devrait se situer à 2,8%. Au niveau de la demande intérieure, l'investissement a quasiment stagné au premier trimestre 2014, une tendance qui devrait persister à court terme. Par ailleurs, les dépenses de consommation des ménages se sont accrues de 3,2%, contre 3% une année auparavant, et devraient rester résilientes aux cours des prochains trimestres. Tenant compte des évolutions observées depuis le premier trimestre de l'année en cours, la croissance devrait s'établir à 2,5% sur l'ensemble de l'année 2014, la valeur ajoutée agricole devrait se contracter de 2,5% et la croissance non agricole serait aux alentours de 3%.

### 1.1 Production

Au premier trimestre 2014, la croissance nationale a ralenti à 1,7%, contre 3,8% à la même période une année auparavant, sous l'effet notamment de la contraction de 1,6% de la valeur ajoutée agricole. De son côté, la hausse du PIB non agricole s'est quasiment stabilisée à 2,2%, un niveau qui demeure faible par rapport à sa tendance de long terme.

Sur la base des dernières données disponibles, Bank Al-Maghrib prévoit une croissance de 2,4% en moyenne au cours des deuxième et troisième trimestres 2014, avec une baisse de 2,5% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 2,8% du PIB non agricole.

Au niveau du secteur primaire, la production céréalière au titre de la campagne agricole 2013-2014 devrait se situer, selon les estimations du Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, à 68 millions de quintaux dont 37 millions de blé tendre. Pour ce qui est des autres cultures, les productions des agrumes et de l'olivier ont enregistré des niveaux record de 2,2 et 1,6 millions de tonnes, soient des hausses respectives de 50% et 33% par rapport à la campagne précédente. En dépit d'un démarrage difficile, la production des primeurs a réalisé une performance satisfaisante et les conditions d'accès au marché européen ont été favorables. Au niveau de la pêche côtière et artisanale, le volume des produits commercialisés à fin

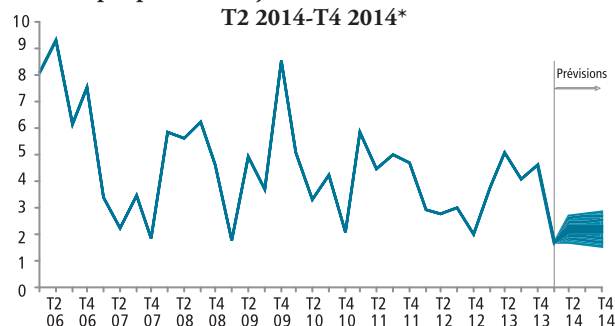
**Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité, en % (en glissement annuel)**

Branches d'activités	2012			2013			2014	
	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII <sub>p</sub> , TIII <sub>p</sub>
Agriculture	-8,0	-11,4	15,8	20,2	18,7	21,2	-1,6	-2,6 -2,4
<b>VA non agricole</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b> <b>2,7</b>
Industrie extractive	4,7	-3,6	-3,5	1,7	-2,9	-6,6	6,4	3,7 3,9
Industrie de transformation	1,7	0,1	0,6	1,1	-0,7	2,3	0,9	1,1 1,2
Electricité et eau	8,9	-1,3	-4,8	-1,1	1,7	5,8	3,8	6,0 6,8
Bâtiment et travaux publics	-0,6	-1,3	-2,7	-1,3	3,8	6,0	0,3	0,4 0,0
Commerce	2,0	1,4	0,2	1,6	1,0	1,9	1,4	2,1 2,3
Hôtels et restaurants	3,8	7,9	5,4	6,2	3,2	3,7	6,5	5,2 5,9
Transports	1,5	4,3	-0,3	3,0	3,3	2,9	5,0	4,2 3,6
Postes et télécommunications	27,1	28,6	5,9	3,2	1,4	1,4	4,9	4,6 4,2
Administration publique générale et sécurité sociale	6,3	6,1	6,0	6,0	1,7	0,0	2,6	2,5 4,0
Autres services*	5,4	5,5	3,1	3,3	2,6	2,7	4,0	3,9 4,3
Impôts sur les produits nets des subventions	4,7	5,0	5,1	6,4	6,8	5,8	2,7	2,8 2,7
<b>PIB hors agriculture</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b> <b>2,9</b>
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>3,0</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b> <b>2,5</b>

(\*) Comprendant 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 T2 2014-T4 2014\***



(\*) Eventails en fonction de l'écart type

Sources : HCP et prévisions de BAM.

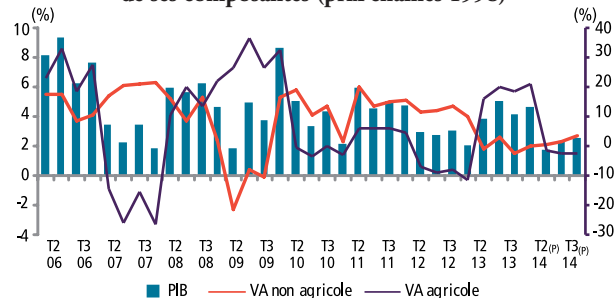


juillet s'est quasiment stabilisé, reflétant une hausse de 3,1% des captures de poissons pélagiques, celles de poissons blancs et de céphalopodes ayant régressé de 1% et 35,2% respectivement.

S'agissant des activités secondaires, elles devraient s'inscrire en amélioration pour le deuxième et troisième trimestre de l'année en cours.

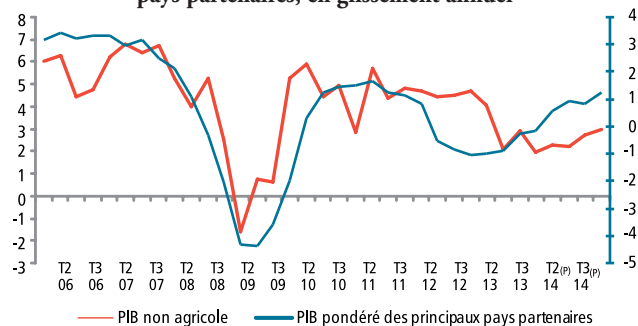
Au deuxième trimestre 2014, la valeur ajoutée de l'industrie extractive se serait établie à 3,7% après 1,7% au même trimestre de l'année précédente. Cette évolution serait due à un accroissement de 7% du volume de production des phosphates après une quasi-stagnation. A fin juillet 2014, le volume de production a augmenté de 8,1%, contre un repli de 2,2% à la même période un an auparavant. Sous l'hypothèse du maintien de cette tendance positive, la valeur ajoutée de l'industrie extractive devrait progresser de 3,9% au troisième trimestre 2014. Concernant la valeur ajoutée des industries de transformation, elle aurait maintenu le même rythme de croissance que celui du deuxième trimestre de l'année écoulée, soit une évolution de 1,1%. L'indice de la production des industries manufacturières a progressé de 1%, contre un recul de 0,1% un an auparavant. Par ailleurs, les dernières données des échanges extérieurs font ressortir une augmentation des exportations de 32,6% à fin août 2014 pour l'automobile, de 26,3% pour l'électronique et de 3,7% pour l'aéronautique. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture du mois de juin font ressortir une hausse de l'activité et des ventes pour, pratiquement, l'ensemble des branches ainsi qu'une stabilisation du taux d'utilisation des capacités à 70%, une orientation qui s'est inversée au mois de juillet, en relation notamment avec l'effet calendrier imputable au mois de Ramadan. Pour les trois mois à venir, les industriels, à l'exception des branches «électriques et électroniques», anticipent une hausse de l'activité.

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



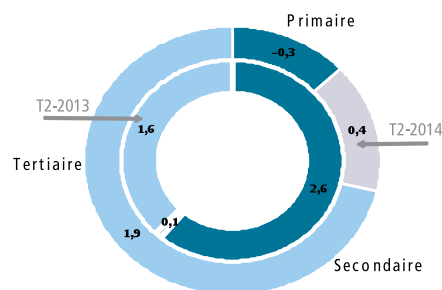
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

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.

Pour sa part, la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau » devrait progresser de 6% au deuxième trimestre 2014, contre une baisse de 1,1% une année auparavant. La production nette locale de l'ONEE et ses ventes totales se sont, en effet, accrues de 7,7% et 6,6% respectivement, contre des diminutions de 1,2% et de 0,7%. A fin juillet 2014, elles ont progressé de 4,1% et 3,9%, contre des baisses de 1,6% et 0,7% un an auparavant. Sous l'hypothèse du maintien des tendances observées, la valeur ajoutée de cette branche devrait enregistrer une augmentation avoisinant 6,8% au troisième trimestre.

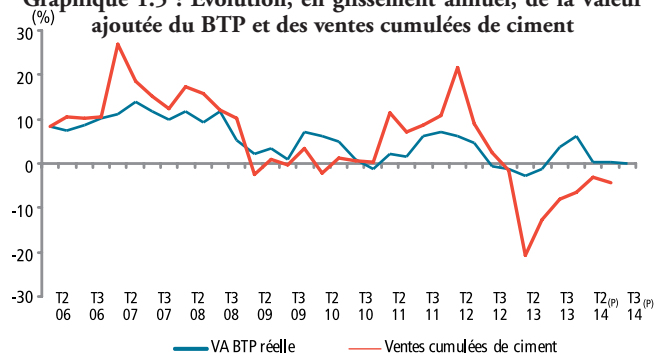
Par ailleurs, l'activité du BTP se serait quasiment stabilisée au cours des deuxième et troisième trimestres 2014, contre un recul de 1,3% au second trimestre et une hausse de 3,8% au troisième trimestre de l'année écoulée. Les données disponibles à fin août font apparaître une baisse de 5% des ventes de ciment, contre celle de 10,2% à la même période de l'année précédente et ce, parallèlement à la diminution de 4,7% à fin juillet des crédits accordés aux promoteurs immobiliers, contre un repli de 2% un an auparavant.

S'agissant des services, la valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait croître de 4,6% au second trimestre 2014. Les données de l'ANRT font ressortir une augmentation des parcs de la téléphonie mobile et internet de 8,3% et 59,2%, respectivement. De plus, l'indice des prix à la consommation de la section communication a marqué un repli de 9% au deuxième trimestre 2014.

La croissance de la valeur ajoutée de la branche du commerce devrait s'établir à 2,1% au deuxième trimestre et se maintenir à ce rythme au troisième trimestre. S'agissant du transport, il devrait afficher une hausse autour de 4,2% au second trimestre.

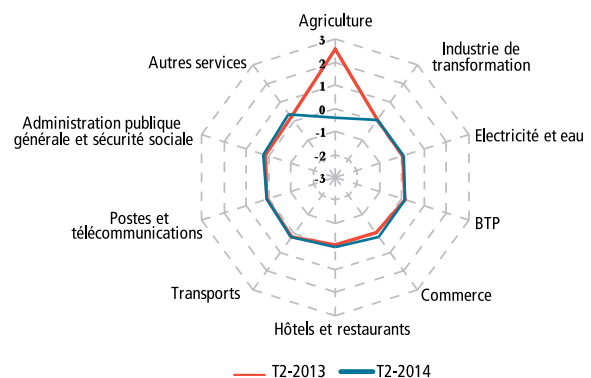
La valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » devrait s'accroître de 5,2% au deuxième trimestre 2014, contre 6,2% à la

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.

même période de l'année précédente. Les données des échanges extérieurs à fin août 2014 font ressortir une hausse de 3% des recettes voyages, contre 2,1% une année auparavant. En outre, les données du Ministère du Tourisme à fin juillet 2014 indiquent des progressions de 8% des arrivées aux postes frontières et de 5,2% des nuitées recensées dans les établissements classés, contre 0,9% et 5,6% respectivement à fin juillet 2013. Le taux d'occupation s'est ainsi établi à 43%, en hausse d'un point par rapport à la même période une année auparavant.

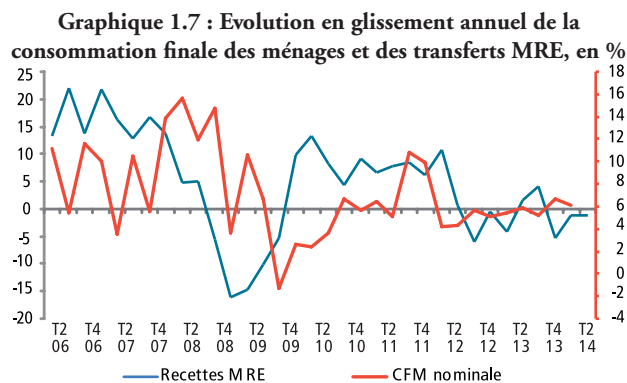
Tenant compte de ces éléments, la croissance devrait se situer autour de 2,5% sur l'ensemble de l'année 2014. Par composante, la valeur ajoutée agricole devrait se contracter de 2,5% et la croissance du PIB non agricole devrait s'établir aux alentours de 3%.

## 1.2 Consommation

La croissance de la consommation finale des ménages s'est établie à 3,2% au premier trimestre 2014, contre 5,4% un trimestre auparavant et 3% au même trimestre de l'année précédente. Celle-ci devrait maintenir son rythme d'accroissement au cours des prochains trimestres à la faveur notamment de la légère amélioration attendue des activités non agricoles.

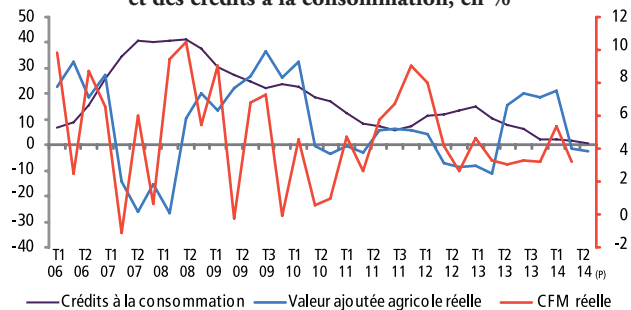
Au deuxième trimestre 2014, les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages du HCP, montrent que l'Indice de Confiance des Ménages (ICM) a connu une quasi-stagnation par rapport au premier trimestre de 2014 et une légère baisse de 0,3 point de pourcentage par rapport à son niveau du deuxième trimestre de 2013. Par ailleurs, le taux de chômage est passé au deuxième trimestre de 8,8% à 9,3% d'une année à l'autre.

Pour leur part, les données monétaires au terme des sept premiers mois de 2014 révèlent une accélération de la croissance des crédits à la consommation qui s'est établie à 7,1% contre 2,9% un an auparavant. Cette évolution est due, toutefois, à l'opération de fusion absorption entre BMCI et sa filiale de crédit



Sources : HCP, Office des changes, calculs et prévisions de BAM.

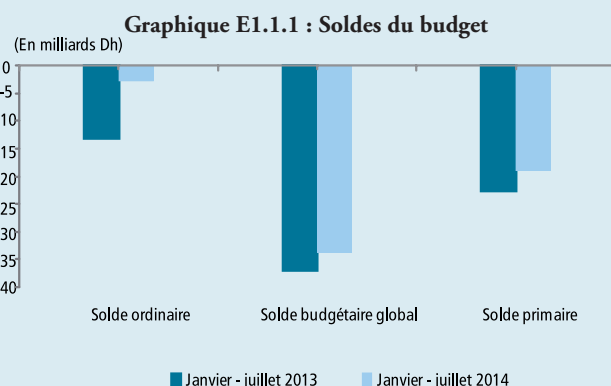
**Graphique 1.8 : Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation, en %**



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

## Encadré 1.1 : Exécution budgétaire à fin juillet 2014

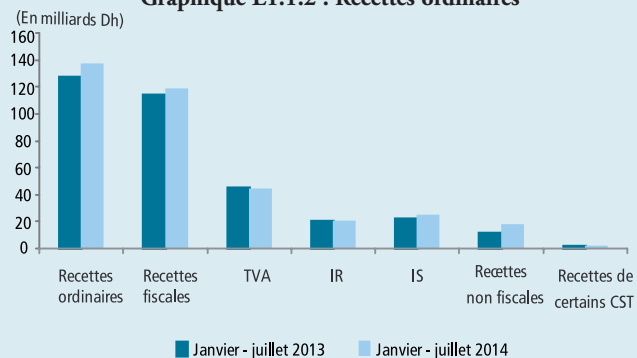
L'exécution budgétaire au titre des sept premiers mois de l'année 2014 s'est soldée par un déficit (hors privatisation) de 33,7 milliards au lieu de 37 milliards une année auparavant. Cette réduction est attribuable à une augmentation de 7,6% des recettes ordinaires, liée aussi bien aux recettes fiscales que non fiscales, contre un accroissement plus modéré des dépenses globales qui tient globalement à la baisse de la compensation. Pour sa part, le solde ordinaire ressort négatif à 2,8 milliards, en nette diminution de 10,3 milliards.



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

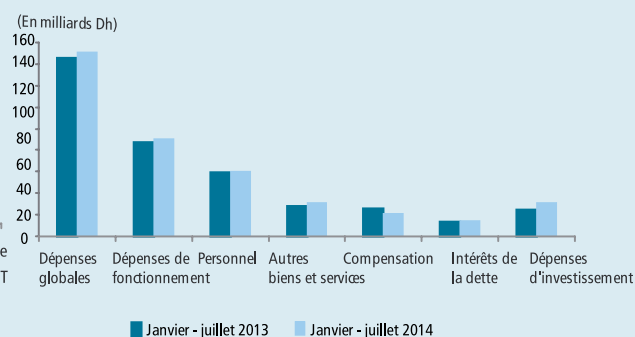
Comparativement à fin juillet 2013, les recettes ordinaires du Trésor ont progressé de 7,6% à 137,4 milliards, résultant de la hausse de 3,6% des recettes fiscales à 118,6 milliards et de 47,7% de celles non fiscales hors privatisation à 17,4 milliards. L'amélioration des recettes fiscales est attribuable principalement à la progression des impôts directs et des droits d'enregistrement et de timbre. En effet, le produit des impôts directs a augmenté de 3,8% à 45,9 milliards, consécutivement à l'accroissement de 1,4% les recettes de l'IR à 20,5 milliards et de 8,8% des rentrées de l'IS à 24,5 milliards en liaison en partie avec l'IS retenu à la source à l'occasion de la cession d'une part du capital de Maroc Télécom. Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont enregistré une légère hausse de 1,2% à 58,6 milliards de dirhams recouvrant des évolutions différenciées de la TVA et de la TIC. Ainsi, le produit de la TVA a baissé de 1,8% à 44,5 milliards, résultant d'une diminution de 7,8% à 16,8 milliards de la TVA à l'intérieur et une amélioration de 2,3% à 27,7 milliards de celle sur les importations. De son côté, la TIC a connu une augmentation de 12% à 14,1 milliards, liée principalement à la TIC sur les produits énergétiques dont le produit s'est accru de 17,6% à 8,7 milliards. Les droits d'enregistrement et de timbre ont généré une recette de 9,7 milliards, en accroissement de 22,8%, attribuable à la réalisation d'une rentrée de 1,4 milliard au titre de la cession d'une partie du capital de Maroc Télécom. Les recettes des droits de douane ont, pour leur part, été en repli de 1,6% à 4,4 milliards.

**Graphique E1.1.2 : Recettes ordinaires**



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

**Graphique E1.1.3 : Dépenses globales**



En parallèle, les dépenses globales ont atteint 171,4 milliards de dirhams, en augmentation de 3,3% par rapport à fin juillet 2013, recouvrant la hausse de 24,2% des dépenses d'investissement à 31,1 milliards et la baisse de 0,4% des dépenses ordinaires à 140,2 milliards, consécutivement à la diminution du montant de la compensation de 16,7% à 21,4 milliards. En effet, les dépenses de fonctionnement se sont alourdies de 4,1% à 90,8 milliards sous l'effet principalement de l'accroissement de 10,1% à 31 milliards des charges des autres biens et services, les dépenses de personnel ayant augmenté de 1,3% à 59,9 milliards. Quant aux charges en intérêts de la dette, elles ont progressé de 2,4% à 14,7 milliards.

Compte tenu d'une constitution d'arriérés de paiement pour un montant de 2,9 milliards, portant le stock à 20,2 milliards, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 30,8 milliards, en allègement de 18,8 milliards par rapport à fin juillet 2013. Outre une recette de privatisation de près de 2 milliards issue de la cession des parts de l'Etat dans le capital de la Banque Centrale Populaire et en raison d'un flux net extérieur positif de 7,2 milliards, le Trésor a eu recours au marché intérieur pour un montant de 21,5 milliards, en baisse de 19,6 milliards comparativement aux sept premiers mois de 2013.

à la consommation. Les transferts des MRE demeurent, quant à eux, quasiment stables à fin août 2014.

Pour ce qui est de la consommation publique, la situation des charges et ressources du Trésor à fin juillet a marqué un ralentissement de 10,7% à 4,1% de la progression des dépenses de fonctionnement. Cette évolution reflète des décélérations du rythme de progression aussi bien des charges de personnel que celles au titre des autres biens et services, revenant en une année de 5,2% à 1,3% et de 24,2% à 10,1%, respectivement.

### 1.3 Investissement

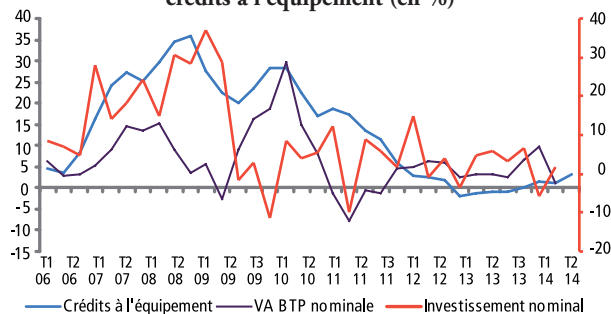
L'investissement a quasiment stagné au premier trimestre 2014, après avoir reculé de 0,8% à la même période de l'année précédente. Au regard des dernières données disponibles, cette orientation devrait persister au cours des prochains trimestres.

En effet, à fin août 2014, les importations des biens d'équipement ainsi que les flux d'IDE laissent indiquer un repli de 5,6% et 9,4% respectivement alors que la situation monétaire fait ressortir une hausse de 5,2% des crédits à l'équipement à fin juillet, contre 0,7% une année auparavant.

Relativement à l'investissement en BTP, les crédits immobiliers ont connu une décélération d'une année à l'autre de 5,2% à 2,4%, à fin juillet 2014, recouvrant un ralentissement aussi bien des crédits octroyés aux sociétés non financières privées que ceux attribués aux ménages. De plus, les crédits aux promoteurs immobiliers ont accusé une baisse de 4,7%, après celle de 2% un an auparavant. Parallèlement à une poursuite du recul des ventes de ciments de 5% à fin août contre 10,2% un an auparavant, les prix des actifs immobiliers ont connu une diminution de 2,6% au deuxième trimestre de l'année 2014, recouvrant des contractions de 0,3% des prix du résidentiel, de 7,6% du foncier et une augmentation de 2,8% des prix des actifs à usage commercial.

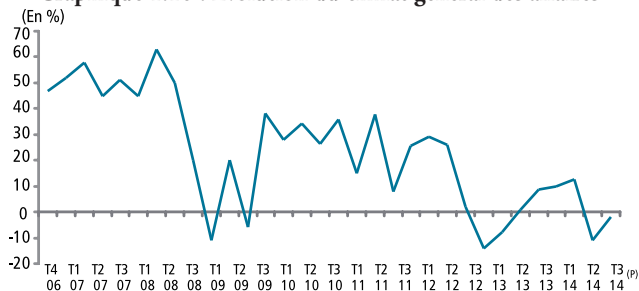
Concernant la situation des charges et ressources du Trésor, les données arrêtées à fin juillet font ressortir un accroissement de 24,2% de l'investissement du Trésor contre 7,4% l'année

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



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

Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires\*



\* Solde d'opinion représentant la différence entre le pourcentage de réponses «Bon» et «médiocre»  
 Source : Enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de BAM.

précédente. Par rapport à la programmation budgétaire, le taux d'exécution s'est élevé à 71,2%.

## 1.4 Comptes extérieurs

A fin août 2014, le déficit commercial s'est allégé de 3,1% à 131,1 milliards de dirhams par rapport à la même période de 2013. Cette amélioration traduit la progression de 7,1% des exportations à 131,7 milliards de dirhams, plus importante que celle de 1,8% des importations ressorties à 262,8 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le taux de couverture est passé de 47,6% à 50,1%.

L'évolution des exportations recouvre une augmentation de 11,1% des ventes hors phosphates et dérivés à 106,7 milliards de dirhams et une baisse de 7,1% de celles de l'OCP à 25,1 milliards. Ainsi, les expéditions du secteur automobile ont augmenté de 32,6% à 25,8 milliards de dirhams, en rapport avec les exportations de voitures qui ont progressé de 78% à 12,6 milliards de dirhams. Ces dernières ont porté leur contribution à la croissance des exportations à 5,2 points de pourcentage au lieu de 2,4 entre janvier et juillet 2013. De même, les livraisons des secteurs de l'électronique et de l'aéronautique se sont accrues de 26,3% et de 3,7%, respectivement. De leur côté, les ventes du secteur du textile et cuir ont poursuivi leur amélioration amorcée depuis mars 2014, avec un accroissement de 3%, lié essentiellement à la progression de 4,6% des exportations des vêtements confectionnés. Pour leur part, les expéditions du secteur agricole et agroalimentaire ont augmenté de 1,9% à 23,9 milliards de dirhams, suite principalement à la hausse de 5,6% des ventes de produits agricoles et de sylviculture.

En parallèle, l'accroissement des importations à fin août reflète un alourdissement de 15,8% de la facture alimentaire à 29,3 milliards de dirhams et une atténuation de 1,4% de celle énergétique à 66,1 milliards de dirhams. En effet, les approvisionnements en blé se sont accrus de 32,2% à 9,2 milliards, tandis que ceux en gasoils et en pétrole brut ont accusé des baisses respectives de 4,1% et de 3,6% à 23,8 milliards et 20,9 milliards de dirhams. Pour ce qui est des acquisitions de biens de

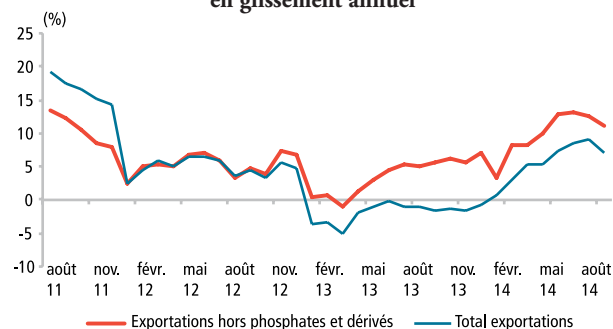
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin août 2014

(En millions de dirhams)	janv.-août 2013	janv.-août 2014*	Variations	
			Montant	%
<b>Exportations</b>	<b>122 972</b>	<b>131 725</b>	<b>8 753</b>	<b>7,1</b>
Exportations de phosphates et dérivés	26 963	25 058	-1 905	-7,1
<b>Exportations hors phosphates et dérivés</b>	<b>96 009</b>	<b>106 667</b>	<b>10 658</b>	<b>11,1</b>
Automobile	19 475	25 832	6 357	32,6
Electronique	4 519	5 708	1 189	26,3
Aéronautique	4 800	4 976	176	3,7
Textile et cuir	21 740	22 399	659	3,0
Agriculture et Agro-alimentaire	23 511	23 949	438	1,9
<b>Importations</b>	<b>258 263</b>	<b>262 788</b>	<b>4 525</b>	<b>1,8</b>
Importations de produits énergétiques	66 960	66 055	-905	-1,4
<b>Importations hors énergie</b>	<b>191 303</b>	<b>196 733</b>	<b>5 430</b>	<b>2,8</b>
Biens de consommation	43 385	46 658	3 273	7,5
Produits alimentaires	25 323	29 332	4 009	15,8
Demi- produits	54 461	54 441	-20	-
Biens d'équipement	55 726	52 597	-3 129	-5,6
Produits bruts	12 384	13 544	1 160	9,4
<b>Déficit commercial</b>	<b>135 291</b>	<b>131 063</b>	<b>-4 228</b>	<b>-3,1</b>

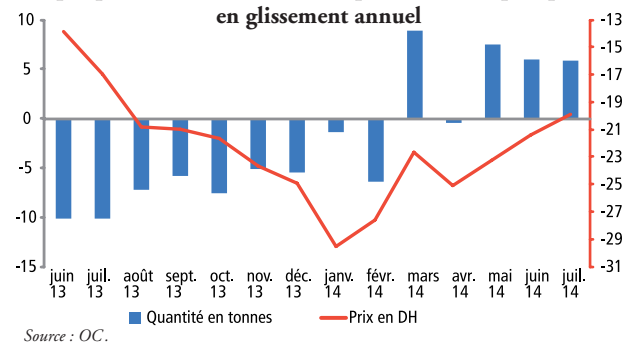
\* Données préliminaires.

Source : OC.

Graphique 1.11 : Evolution des exportations, en glissement annuel



Graphique 1.12 : Evolution des exportations des phosphates, en glissement annuel





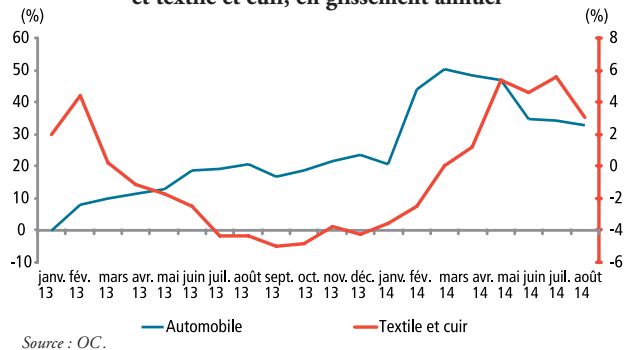
consommation, elles ont crû de 7,5% à 46,7 milliards, particulièrement celles de voitures de tourisme qui ont affiché une augmentation de 12,6% à 7 milliards de dirhams. De leur côté, les approvisionnements en produits bruts ont crû de 9,4% à 13,5 milliards, en relation, principalement, avec l'accroissement de 18,8% des achats de soufre brut et de 10,9% de ceux d'huile de soja. En revanche, les importations de biens d'équipement ont marqué un repli de 5,6% à 52,6 milliards de dirhams, en liaison, essentiellement, avec celui de 59,3% des achats de machines à trier et le recul de 19% de ceux de voitures industrielles. Quant aux acquisitions de demi-produits, elles ont maintenu leur niveau de 2013 à 54,4 milliards de dirhams.

Pour les autres rubriques du compte courant, les recettes de voyages se sont accrues de 3% à 40 milliards et les dépenses de même nature ont augmenté de 9,1%, pour s'établir à 8 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils sont restés quasi stables à 39,5 milliards.

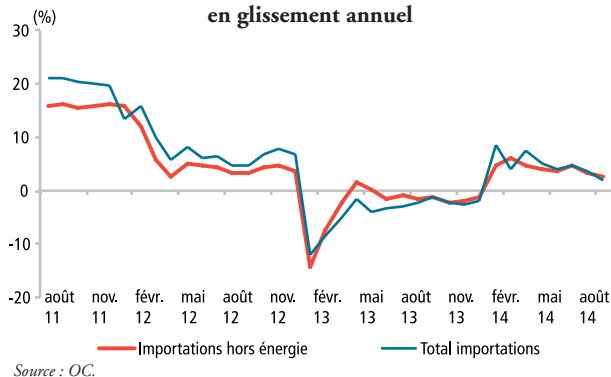
Tenant compte de ces évolutions, la prévision du déficit du compte courant à fin 2014 a été ajustée à la baisse, pour se situer à 6,7% en pourcentage du PIB au lieu de 7,1%, prévu initialement.

S'agissant du compte capital, les données disponibles indiquent un fléchissement de 29,2 milliards des entrées d'IDE à 19,8 milliards de dirhams. Pour leur part, les sorties se sont contractées de 66,4 milliards à 3,3 milliards, soit une entrée nette d'IDE de 16,5 milliards, au lieu de 20,9 milliards en août 2013. Compte tenu des autres éléments du compte capital, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 175,6 milliards de dirhams à fin août 2014, soit environ 4 mois et 29 jours d'importations de biens et services, contre 4 mois et 9 jours enregistré durant la même période en 2013.

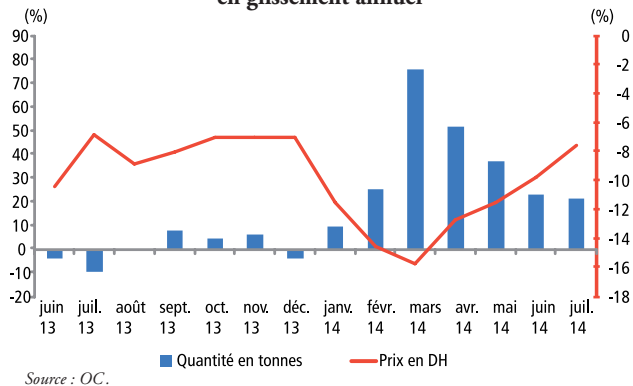
Graphique 1.13 : Evolution des ventes des secteurs automobile et textile et cuir, en glissement annuel



Graphique 1.14 : Evolution des importations, en glissement annuel



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



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

Selon les données de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a reculé, entre juin et juillet, de cinq points à 65%. Parallèlement, la situation du marché de travail s'est caractérisée au deuxième trimestre par une hausse, en glissement annuel, du taux de chômage de 0,5 point de pourcentage à 9,3% et une création d'emploi limitée à 39.000 postes. S'agissant des coûts de travail, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a connu une augmentation, en glissement annuel, de 3,7% en termes nominaux et réels au deuxième trimestre. L'output gap non agricole se serait maintenu, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, en dessous de zéro au cours du troisième trimestre 2014.

Globalement, en dépit de certaines tensions sur les coûts de production, la poursuite de la dégradation de la situation du marché de travail, ainsi que la persistance d'une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie, ne laissent pas entrevoir de pressions sur les prix au cours des prochains trimestres.

### 2.1 Tensions sur les capacités de production

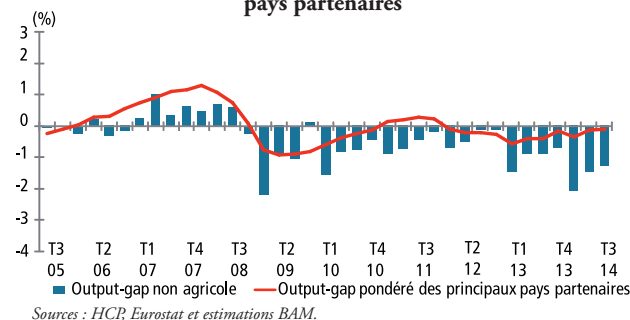
Sur la base des dernières estimations de Bank Al-Maghrib, le niveau des activités non agricoles seraient resté inférieur à son potentiel au cours du troisième trimestre 2014. L'output gap non agricole aurait continué à évoluer en deçà de zéro (Graphique 2.1).

Parallèlement, et selon les données de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) est revenu de 70% en juin à 65% en juillet, niveau inférieur à sa moyenne historique (Graphique 2.2). Cette baisse a concerné tous les secteurs, à l'exception des industries du textile et du cuir, dans lesquelles, le TUC a marqué une hausse de trois points à 65%.

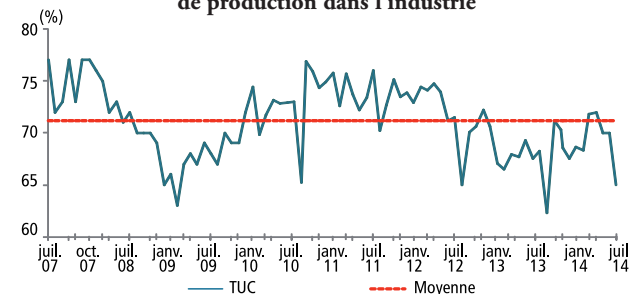
Selon la même enquête, les coûts unitaires de production auraient globalement augmenté, en glissement annuel, au cours du deuxième trimestre 2014 (Graphique 2.3). Selon les professionnels, cette hausse reflète notamment celle des coûts de l'énergie et des matières premières.

Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles a marqué une hausse, en glissement annuel, de 1,7% au deuxième trimestre contre 1,2% un an auparavant (Graphique 2.4). Cette progression s'explique par l'accroissement de la

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

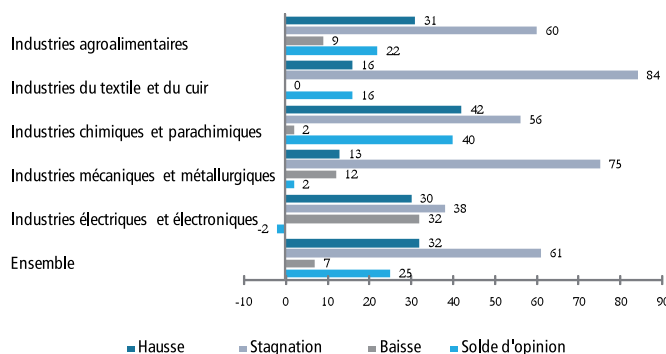


Graphique 2.2 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

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.



valeur ajoutée non agricole, estimée par BAM à 2,3%, soit un rythme plus rapide que celui de l'emploi non agricole (0,5%).

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du deuxième trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus a connu une augmentation de 0,9% à 12 millions de personnes, avec une hausse de 1,1% en milieu urbain et de 0,7% en zones rurales. Tenant compte de l'évolution démographique, le taux d'activité est revenu de 49,2% à 48,9% au niveau national.

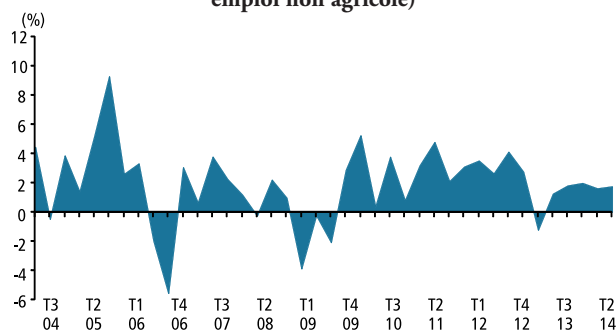
Parallèlement, les créations d'emplois se sont limitées à 39.000 postes, résultat d'une création de 28.000 emplois en milieu urbain et de 11.000 postes en zones rurales (Graphique 2.5). Au niveau sectoriel, les services restent le principal pourvoyeur d'emplois avec 43.000 postes, suivis par le secteur du BTP qui a connu la première hausse du volume d'emploi depuis le deuxième trimestre 2012, avec une création de 14.000 postes. En revanche, l'industrie, y compris l'artisanat, et l'agriculture ont accusé des pertes respectives de 11.000 et 7.000 postes.

Dans ces conditions, la population active occupée a enregistré une augmentation de 0,4%, à 10,9 millions d'individus et le taux d'emploi est revenu de 44,9% à 44,4% au niveau global, reflétant le recul de 0,5 point à 36,8 en milieu urbain et de 0,3 point à 56,1 en zones rurales (Tableau 2.1).

Au total, le taux de chômage a progressé de 0,5 point à 9,3%, avec une hausse de 13,8% à 14,2% en milieu urbain et de 3,2% à 3,6% en zones rurales. Cette évolution a concerné particulièrement les jeunes citadins âgés de 15 à 24 ans, dont le taux est passé de 35,2% à 36,4% (Tableau 2.1).

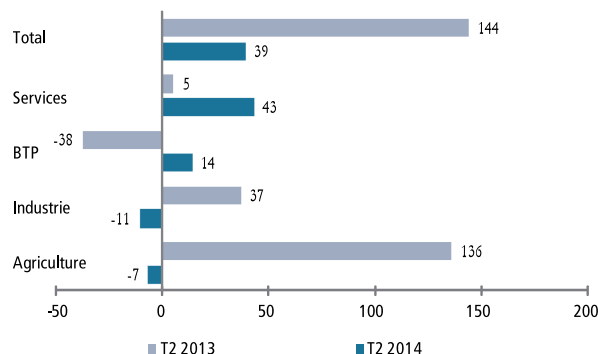
Concernant les coûts salariaux, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé, calculé sur la base des données provisoire de la CNSS, a enregistré au cours du deuxième trimestre, un accroissement, en glissement annuel, de 3,7% en termes nominaux et réels (Graphique 2.6).

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 %	T2 - 2013			T2- 2014		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(1)</sup>	6.339	5.561	11.900	6.407	5.598	12.005
Taux d'activité (en%) <sup>(2)</sup>	43,3	58,3	49,2	42,9	58,2	48,9
Population active occupée	5.466	5.385	10.852	5.495	5.396	10.891
Taux d'emploi (en%) <sup>(3)</sup>	37,3	56,4	44,9	36,8	56,1	44,4
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	873	176	1.049	912	202	1.114
Taux de chômage (en%) <sup>(4)</sup>	13,8	3,2	8,8	14,2	3,6	9,3
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	35,2	7,4	18,4	36,4	8,3	19,2
.25 - 34 ans	20,2	3,7	13,2	20,2	4,0	13,4
.35 - 44 ans	7,4	1,5	5,0	8,2	1,7	5,6
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	8,2	1,9	4,3	7,7	2,0	4,1
. Ayant un diplôme	17,9	8,6	15,8	19,0	9,9	16,9

(1) Population âgée de 15 ans et plus (en milliers de personnes)

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

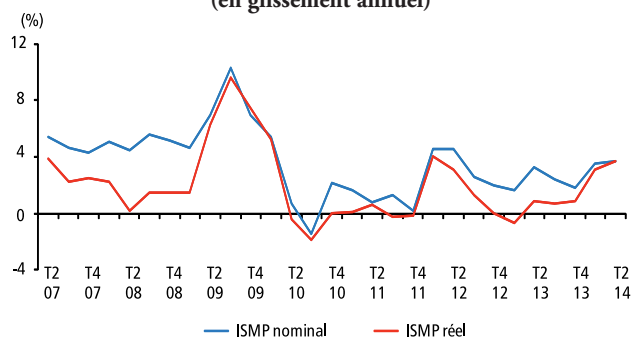
(3) Population active occupée âgée de 15 et plus / population totale âgée de 15 ans et plus

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

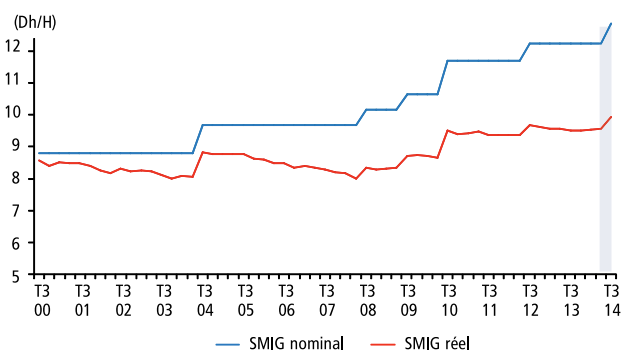
Source : HCP

Pour sa part, le SMIG horaire a connu une stagnation au deuxième trimestre, en termes nominaux et réels. Il a été cependant revalorisé de 5% en termes nominaux, début juillet 2014 à 12,85 DH/h (Graphique 2.7), ce qui devrait se traduire par une hausse du SMIG, en glissement annuel, de 4,4% en termes réels au troisième trimestre 2014 contre un recul de 1,7% un an auparavant.

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



**Graphique 2.7 : SMIG horaire en termes nominaux et réels**



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

Les données des comptes nationaux du deuxième trimestre 2014 font ressortir des rythmes d'évolution différenciés selon les pays. Ainsi, dans les pays avancés, la croissance a ralenti dans la zone euro et s'est améliorée aux Etats-Unis. Dans les principaux pays émergents, elle a progressé en Chine et en Inde et a diminué au Brésil et en Russie. En outre, à l'exception de l'Allemagne, le taux de chômage reste globalement à des niveaux élevés dans la zone euro, alors qu'aux Etats-Unis, il a enregistré une légère baisse à 6,1% en août 2014, soit son plus bas niveau depuis août 2008. Quant aux marchés financiers des économies avancées, ils ont été marqués par une détente des taux de rendement obligataires et une baisse des principaux indices boursiers aussi bien européens qu'américains. Sur les marchés des matières premières, les prix se sont globalement inscrits en baisse en glissement annuel. Dans ce contexte, l'inflation a accusé un recul dans la plupart des économies avancées, notamment dans les pays de la zone euro. Ces évolutions laissent indiquer la modération des tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.

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

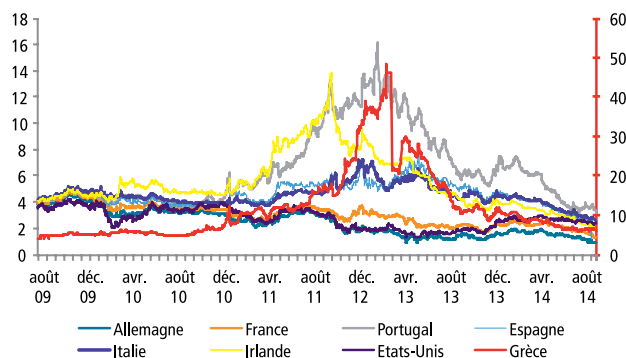
##### 3.1.1 Conditions financières

Sur les marchés obligataires, le taux de rendement à 10 ans s'est généralement inscrit en baisse. Ainsi, entre juillet et août, il est passé de 2,7% à 2,4% pour l'Espagne, de 3,7% à 3,6% pour le Portugal et de 2,8% à 2,7% pour l'Italie. En revanche, le taux de la Grèce a légèrement augmenté passant de 6,1% à 6,2%. Concernant les pays du centre de la zone euro, ce taux a baissé de 1,6% à 1,5% pour la France et s'est établi à 1,1% au lieu de 1,2% pour l'Allemagne. Pour sa part, le taux des Bons du Trésor américains a diminué à 2,4% en août contre 2,5%, un mois auparavant.

S'agissant des taux de rendement à 10 ans des principales économies émergentes, ils ont en majorité augmenté, entre juillet et août. Le taux est ainsi passé de 11,6% à 11,8% pour le Brésil, de 4,2% à 4,3% pour la Chine et de 8,7% à 9,2% pour la Turquie, alors que le taux de l'Inde a stagné à 8,7%.

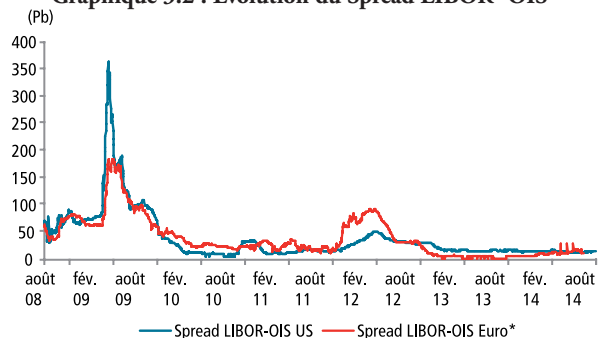
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a diminué à 0,20% en août contre 0,21%, un mois auparavant, tandis que le Libor de même maturité s'est stabilisé à 0,23%. Pour sa part, le spread Libor-OIS dollar a marqué une hausse à 14,1 points de base au lieu de 13,6 points, d'un mois à l'autre. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel s'est

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



Source : Datastream.

Graphique 3.2 : Evolution du Spread LIBOR -OIS\*



\* « Le spread LIBOR-OIS traduit un risque de taux et correspond à l'écart entre le taux interbancaire à trois mois (LIBOR Eurodollar) et le taux des swaps au jour le jour indiciels (OIS) de même échéance. »

Source : Datastream.

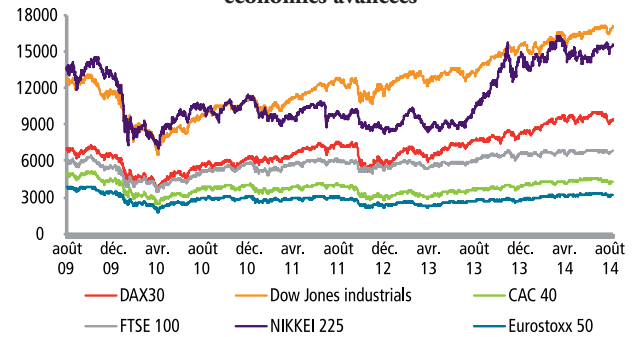
amélioré aux Etats-Unis, s'établissant à 6% en août après 5,4% un mois auparavant, tandis que dans la zone euro, sa contraction s'est légèrement atténuée à 1,6% au lieu de 1,8%.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées sont ressortis en baisse, avec une augmentation de leur volatilité. En effet, de juillet à août, l'EUROSTOXX50 a accusé un recul de 4,2%, le DowJones Industrials de 2% et le NIKKEI 225 de 0,5%. De même, le DAX 30, le CAC 40 et le FTSE 100 ont régressé de 5,8%, 3,5% et 1,4%, respectivement. En termes de volatilité, le VSTOXX a augmenté, entre juillet et août, passant de 15,8 points de base à 18,6 points et le VIX de 12,2 points de base à 14,2 points. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a quasiment stagné, recouvrant d'une part, des baisses respectives de 4,5% et 0,1% des MSCI de la Turquie et de l'Inde et d'autre part, une hausse de 4,5% de celui de la Chine.

Sur les marchés de change, l'euro s'est déprécié, entre juillet et août, de 1,3% par rapport au dollar, s'échangeant à 1,34 dollar, et de 0,5% contre le yen japonais. En revanche, il s'est apprécié de 0,6% vis-à-vis de la livre sterling. Concernant les monnaies des principaux pays émergents, elles se sont dépréciées par rapport au dollar. Entre juillet et août, un dollar s'échangeait contre 2,3 reals brésiliens, 2,2 livres turques et 61 roupies indiennes, soit des dépréciations respectives de 2,1%, 1,9% et 1,5%. En outre, un dollar a continué de s'échanger contre 6,2 yuans chinois.

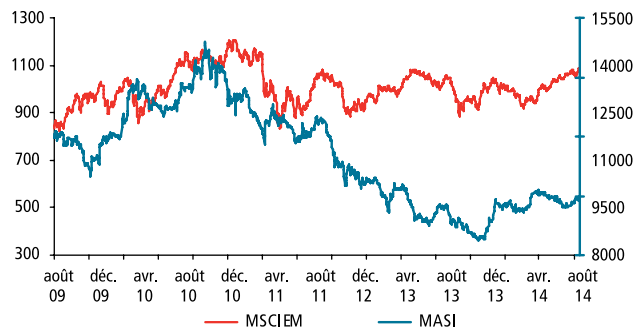
S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE a réduit lors de sa réunion du 4 septembre, son taux directeur de 0,15% à 0,05%, son plus bas niveau historique, afin de lutter contre la déflation et relancer l'activité économique. La Banque d'Angleterre a en revanche maintenu son taux directeur inchangé à 0,5%. Pour sa part, la FED a annoncé le 17 septembre, une nouvelle réduction de 10 milliards de son programme mensuel de rachats d'actifs, pour le ramener

Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



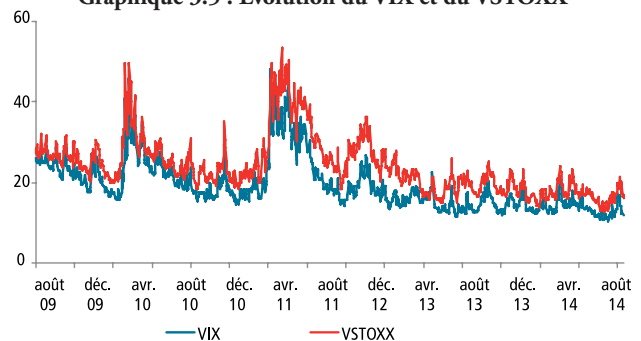
Source : Datastream.

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.

à 15 milliards de dollars. Elle a également réitéré son engagement à maintenir son taux directeur proche de zéro pour une période longue après la fin de son programme de rachats d'actifs.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

La conjoncture économique s'est caractérisée, au cours du deuxième trimestre 2014, par des évolutions différenciées selon les pays.

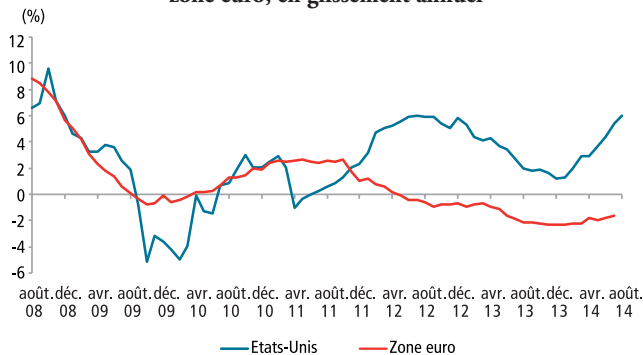
En effet, la croissance des Etats-Unis est passée de 1,9% à 2,5% au deuxième trimestre 2014, portée par la reprise des investissements et l'accélération des exportations. De même, elle est passée de 3% à 3,2% au Royaume-Uni, en liaison avec la progression enregistrée au niveau des services. En revanche, après quatre trimestres de hausses consécutives, le PIB du Japon a stagné, pénalisé par la forte baisse des dépenses de consommation des ménages suite au relèvement de la TVA à partir d'avril.

Dans la zone euro, le rythme d'accroissement du PIB a ralenti de 1% à 0,7% au deuxième trimestre, traduisant principalement la diminution de la croissance de 2,2% à 1,3% en Allemagne et de 0,8% à 0,1% en France. Toutefois, la croissance s'est accélérée en Espagne de 0,5% à 1,2% et en Italie, la contraction du PIB s'est atténuée de 0,4% à 0,2%.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance s'est améliorée en Chine s'établissant à 7,5% au deuxième trimestre après 7,4% et à 5,7% au lieu de 4,6% en Inde. En revanche, elle a diminué de 1,9% à -0,9% au Brésil et de 0,9% à 0,8% en Russie.

Par ailleurs, les indicateurs à haute fréquence du mois d'août font ressortir un léger ralentissement de l'activité dans la zone euro, l'indice PMI composite ayant diminué de 1,3 point à 52,5, demeurant toutefois au-dessus du seuil d'expansion de 5%. Quant à l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis, il a augmenté de 1,9 point à 59 points, dépassant ainsi le seuil d'expansion de 18%.

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



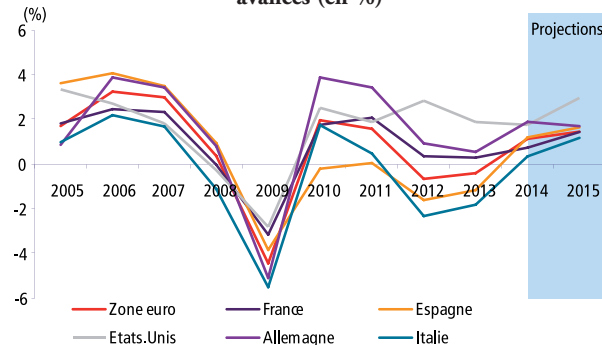
Source : Datastream.

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

	2012		2013			2014	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Etats-Unis	1,6	1,7	1,8	2,3	3,1	1,9	2,5
Zone euro	-1	-1,1	-0,6	-0,3	0,5	1	0,7
France	0	-0,2	0,7	0,3	0,8	0,8	0,1
Allemagne	0,1	-0,6	0,1	0,3	1,1	2,2	1,3
Italie	-2,9	-2,4	-2,2	-1,9	-0,9	-0,4	-0,2
Espagne	-2,1	-1,9	-1,6	-1,1	-0,2	0,5	1,2
Royaume-Uni	0,2	0,7	1,8	1,8	2,7	3	3,2
Japon	-0,3	-0,1	1,3	2,4	2,4	2,7	0
Chine	7,9	7,7	7,5	7,8	7,7	7,4	7,5
Inde	4,4	4,4	4,7	5,2	4,6	4,6	5,7
Brésil	1,8	1,9	3,5	2,4	2,2	1,9	-0,9

Source : Datastream.

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions juillet 2014)

Pour ce qui est des perspectives, le FMI dans sa mise à jour des prévisions de juillet, a revu à la baisse la croissance mondiale pour 2014 à 3,4% et l'a maintenue inchangée à 4% pour 2015, compte tenu de l'affaiblissement de l'activité observé au premier trimestre, particulièrement aux Etats-Unis et des perspectives moins optimistes pour plusieurs pays émergents. La croissance dans les pays avancés devrait s'établir à 1,8% en 2014 et 2,4% en 2015 au lieu de 2,2% et 2,3% dans le WEO d'avril. Dans les pays émergents et en développement, le PIB devrait croître de 4,6% en 2014 et 5,2% en 2015, au lieu de 4,8% et 5,3%. Par pays, l'augmentation du PIB se situerait, en 2014 et 2015, à respectivement 1,7% et 3% aux Etats-Unis, à 1,1% et 1,5% dans la zone euro, alors qu'au Japon, elle devrait s'élever à 1,6% avant de décélérer à 1,1%. Par ailleurs, la croissance s'établirait à 7,4% puis à 7,1% en Chine, à 5,4% et 6,4% en Inde, à 1,3% puis à 2% au Brésil et à 0,2% et 1% en Russie. Au même titre que les perspectives du FMI, les récentes prévisions de l'OCDE, datant de septembre 2014, font ressortir une révision à la baisse de la croissance des principaux pays avancés pour 2014 et 2015. En effet, la croissance aux Etats-Unis atteindrait 2,1% en 2014, et 3,1% en 2015, tandis qu'en zone euro, elle devrait s'établir à 0,8% et 1,1%, respectivement.

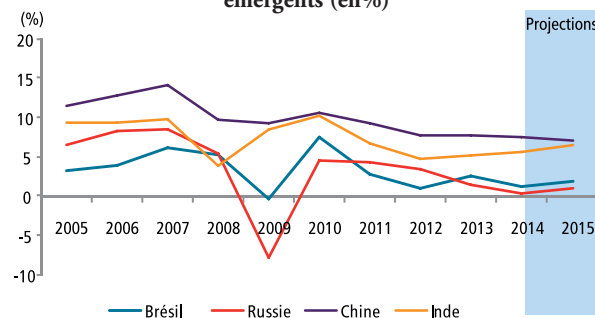
### 3.1.3 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a enregistré en août 2014 une légère baisse, passant de 6,2% le mois précédent à 6,1%. Dans la zone euro, selon les données arrêtées à fin juillet, il est demeuré globalement inchangé à 11,5% d'un mois à l'autre. Au niveau des pays partenaires, ce taux a augmenté de 10,2% à 10,3% en France et de 12,3% à 12,6% en Italie.

En revanche, en Allemagne et en Espagne, le taux de chômage a reculé en juillet de 5% à 4,9% et de 24,6% à 24,5% respectivement.

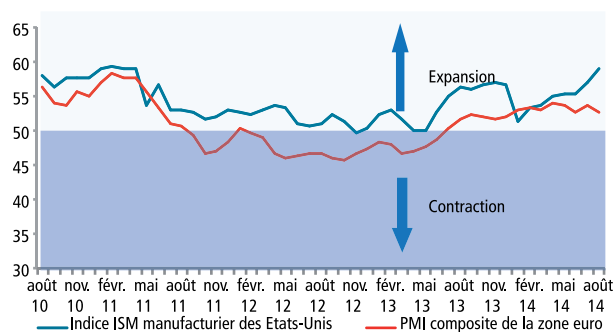
Au Royaume-Uni, les données de l'emploi disponibles restent celles du mois de mai 2014,

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions juillet 2014).

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	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
PIB mondial	3,5	3,8	3,4	4,0	-	-
Etats-Unis	2,8	3,2	1,7	3,0	2,1	3,1
Zone euro	1,2	1,7	1,1	1,5	0,8	1,1
Allemagne	1,8	2,0	1,9	1,7	1,5	1,5
France	1,0	1,5	0,7	1,4	0,4	1,0
Italie	0,6	1,2	0,3	1,1	-0,4	0,1
Espagne	1,1	2,1	1,2	1,6	-	-
Royaume Uni	2,7	2,5	3,2	2,7	3,1	2,8
Japon	1,5	1,3	1,6	1,1	0,9	1,1
Chine	7,2	7,0	7,4	7,1	7,4	7,3
Inde	4,7	5,4	5,4	6,4	5,7	5,9
Brésil	2,6	2,9	1,3	2,0	0,3	1,4
Russie	1,0	2,0	0,2	1,0	-	-

Sources : OCDE (septembre 2014), Commission Européenne (mai 2014), FMI (juillet 2014).



et font ressortir un taux de chômage stable à 6,4%.

### 3.2 Prix des matières premières et inflation

Au cours du mois d'août, les prix des matières premières se sont globalement inscrits en baisse en glissement annuel. Dans ce contexte, l'inflation a accusé, en août, un recul dans la plupart des pays de la zone euro.

#### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Le prix du Brent a enregistré, durant le mois d'août, un repli de 4,4%, s'établissant en moyenne à 102,7 dollars le baril, soit son plus bas niveau depuis juillet 2012. Cette baisse est attribuable, d'une part, à la faiblesse de la demande et, d'autre part, à une offre surabondante sur le marché malgré les tensions géopolitiques, en raison notamment de la reprise des exportations libyennes. En glissement annuel, le cours du Brent ressort en repli de 7,5%.

Pour ce qui est des perspectives d'évolution du prix du pétrole<sup>1</sup>, la Banque Mondiale a revu en juillet ses estimations à la hausse, tablant désormais sur un prix de 106,1 dollars le baril en 2014, après 102,8 dollars dans l'édition d'avril, soit une révision à la hausse de 3,2%. En revanche, le FMI table sur un prix de 104,14 dollars le baril dans la mise à jour du WEO du mois de juillet, soit une légère baisse comparativement aux 104,17 dollars prévus dans le WEO d'avril.

#### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En août 2014, les prix des produits hors énergie ont enregistré une baisse en glissement annuel, l'indice Dow Jones-UBS ayant reculé de 2,5%. Cette évolution recouvre une nette diminution de 10,3% de l'indice des prix des

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

	2012	2013	juin 2014	juillet 2014	août 2014
Etats-Unis	8,1	7,4	6,1	6,2	6,1
Zone euro	11,3	11,9	11,5	11,5	N.D
France	9,8	10,3	10,2	10,3	N.D
Italie	10,7	12,2	12,3	12,6	N.D
Allemagne	5,5	5,3	5,0	4,9	N.D
Espagne	24,8	26,1	24,6	24,5	N.D
Royaume-Uni	7,9	7,5	N.D	N.D	N.D

Source : Eurostat.

Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars

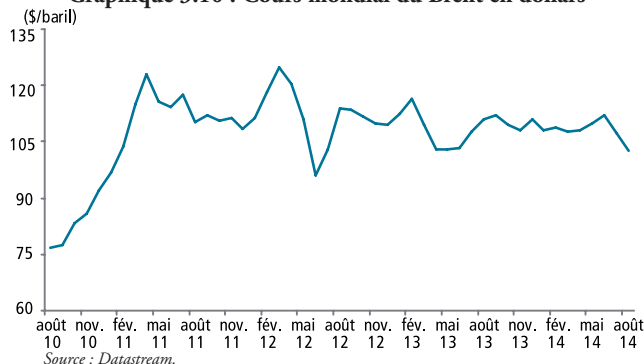
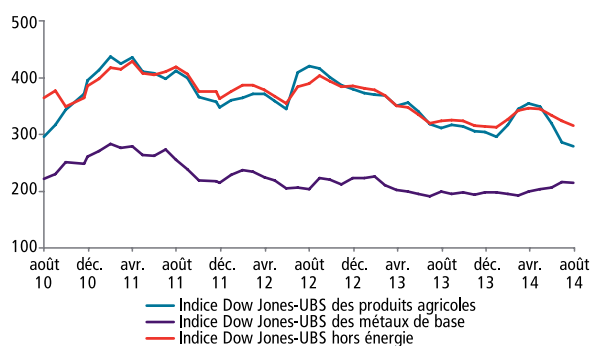


Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US)

	T3:14	T4:14	T1:15	T2:15	2015	2016	2017
Pétrole	104,93	104,03	104,60	104,27	103,93	101,71	99,73

Source : Bloomberg.

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



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

produits agricoles et un accroissement de 8% des cours des métaux de base.

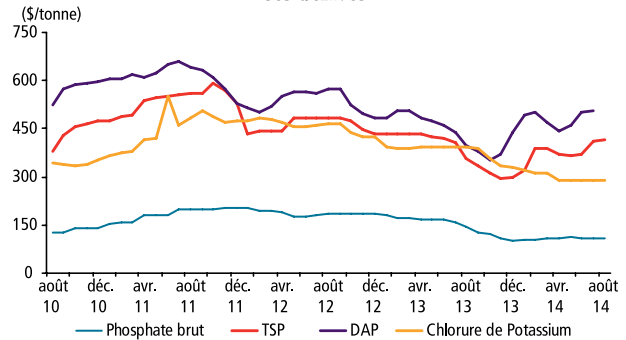
Sur le marché mondial du phosphate, le prix du brut est demeuré inchangé à 110 dollars la tonne entre juillet et août. Le prix du Chlorure de Potassium a connu une stagnation en glissement mensuel, pour le quatrième mois consécutif. Pour leur part, les prix du TSP et du DAP ont poursuivi leur hausse entamée deux mois auparavant, avec des rythmes respectifs de 1,5% et 1,1%. De même, le prix de l'urée a connu en août un accroissement de 6,7%, après celui de 1,3% le mois précédent. En glissement annuel, le cours a régressé de 24,1% pour le Phosphate brut et de 27% pour le Chlorure de Potassium, tandis qu'il a augmenté de 6,1% pour l'urée, de 15,3% pour le DAP et de 16,8% pour le TSP. Pour ce qui est du blé dur, son prix s'est replié en août de 6% en glissement mensuel et de 13,7% d'une année à l'autre.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

Selon une première estimation d'Eurostat pour le mois d'août, l'inflation s'est stabilisée dans la zone euro à 0,4% en août, avec une stagnation à 0,8% en Allemagne, un recul de 0,6% à 0,5% en France et de 0% à -0,2% en Italie, ainsi qu'une accentuation de la baisse des prix de -0,3% à -0,5% en Espagne. En ce qui concerne l'inflation au Royaume-Uni, elle a enregistré un léger reflux de 1,6% à 1,5% entre juillet et août. De même, l'inflation a accusé en juillet un repli de 2,1% à 2% aux Etats-Unis et de 3,6% à 3,4% au Japon.

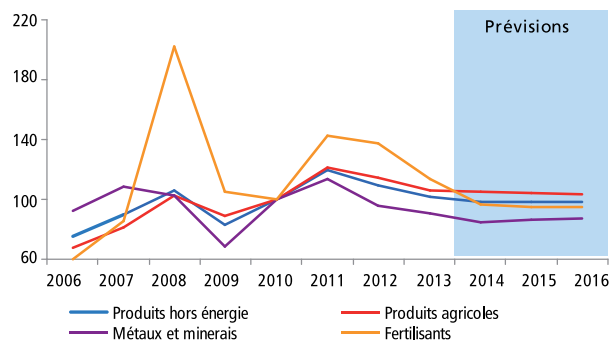
Dans les principaux pays émergents, l'inflation a connu en août une stagnation à 6,5% au Brésil et une légère diminution de 2,3% à 2,2% en Chine. Pour ce qui est des autres économies émergentes, les données disponibles demeurent celles de juillet et font ressortir une progression de l'inflation de 6,5% à 7,2% en Inde et une baisse de 6,8% à 6,6% en Afrique du Sud et de 7,8% à 7,4% en Russie.

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



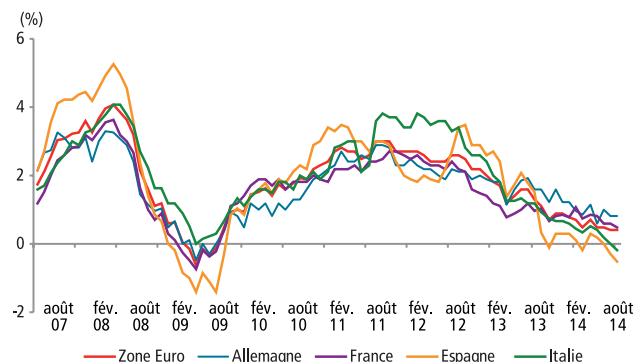
Source : Banque Mondiale.

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



Source : Banque Mondiale.

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



Source : Eurostat.



Pour ce qui est des perspectives, selon les prévisions du FMI, l'inflation devrait se limiter à 1,6% en 2014 et à 1,7% en 2015 dans les économies avancées, alors que dans les pays émergents et en développement elle s'établirait à 5,4% en 2014, avant de diminuer légèrement à 5,3% en 2015.

### 3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

En glissement mensuel, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a diminué de 2,4% en juillet 2014, après une progression moyenne de 1,7% enregistrée au deuxième trimestre 2014.

En effet, le rythme de progression de l'IPM des produits alimentaires a accusé une baisse de 3,4%, après une augmentation moyenne de 1,2% un trimestre auparavant. En particulier, le prix moyen à l'import du blé a enregistré un repli de 5,8%, après une hausse de 3%. Dans le même sens, l'indice des prix à l'import des demi-produits s'est inscrit en régression de 1%, après une quasi stabilité au deuxième trimestre.

Parallèlement, l'IPM des produits miniers a diminué de 2,3%, après un accroissement moyen de 3,3% le trimestre précédent, en liaison avec la baisse de 3,7% du prix unitaire du soufre, après une hausse de 5,4%.

Pour ce qui est de l'indice des prix des produits énergétiques, il a poursuivi sa tendance baissière entamée depuis le deuxième trimestre 2012, accusant une diminution de 2,1% en juillet 2014, en liaison notamment avec le repli de 3,6% du prix unitaire de pétrole.

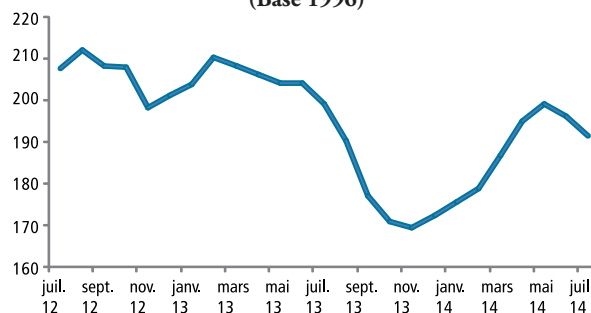
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a poursuivi sa diminution amorcée depuis le troisième trimestre 2013, avec une baisse de 3,7% en juillet 2014 après celle de 4% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit une baisse de 13,9% des prix unitaires des produits alimentaires, après celle de 12,8%. En

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

	OCDE		Commission Européenne		FMI	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Etats-Unis	1,5	1,7	1,7	1,9	1,4	1,6
Zone euro	0,7	1,1	0,8	1,2	0,9	1,2
Allemagne	1,1	1,8	1,1	1,4	1,4	1,4
France	0,9	1,1	1,0	1,1	1,0	1,2
Espagne	0,1	0,5	0,1	0,8	0,3	0,8
Italie	0,5	0,9	0,7	1,2	0,7	1,0
Royaume-Uni	2,0	2,1	1,9	2,0	1,9	1,9
Japon	2,6	2,0	2,5	1,6	2,8	1,7

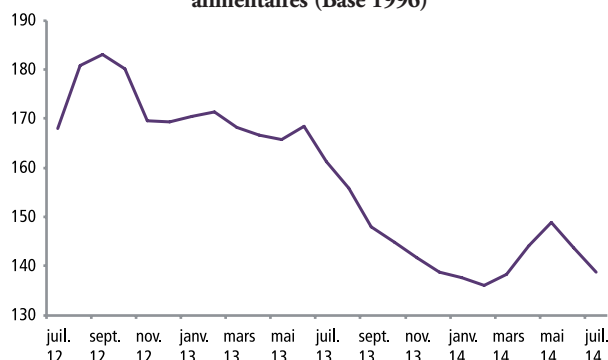
Sources : OCDE & Commission Européenne (mai 2014) et FMI (avril 2014)

Graphique 3.15 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base 1996)



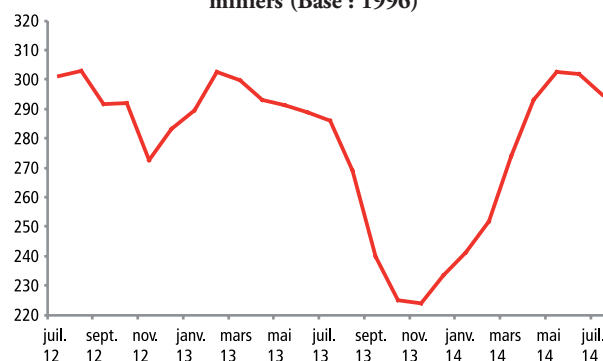
Sources : OC et calculs BAM.

Graphique 3.16 : Indice des prix à l'importation des produits alimentaires (Base 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

Graphique 3.17 : Indice des prix à l'importation des produits miniers (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

particulier le prix moyen à l'importation du blé a reculé de 18,2%, après une régression de 12,8%.

En revanche, l'IPM des produits miniers a enregistré une hausse de 3,1% en juillet, après celle de 2,8% en moyenne au cours du deuxième trimestre de l'année. Cette évolution s'explique notamment par le renchérissement de 4,1% du prix unitaire moyen à l'importation du fer, après avoir augmenté de 8,4%. De même, l'indice des prix des demi-produits a augmenté de 10,5%, en liaison avec l'accroissement du prix unitaire moyen du papier et carton de 4,7% et de celui des matières plastiques de 1%.

Quant aux produits énergétiques, leur indice a accusé une nouvelle baisse, de 7,7% en juillet 2014, après 5,8% au deuxième trimestre, suite notamment au repli du prix unitaire à l'import du pétrole brut de 8,8% et de celui du gasoil de 3% au lieu des baisses respectives de 6,4% et de 1,4% observées le trimestre précédent.

Graphique 3.18 : Indice des prix à l'importation des demi-produits (Base : 1996)

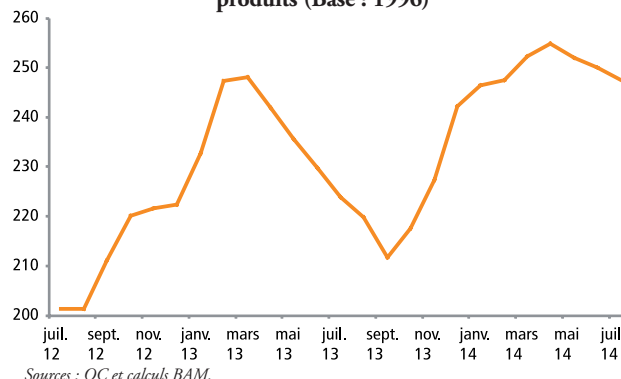
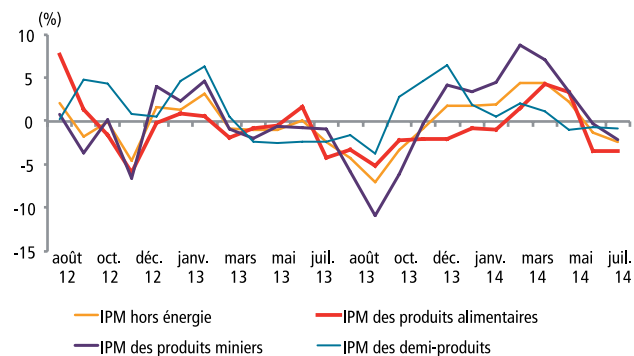


Tableau 3. 6 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	T1 2014	T2 2014	juillet 2014	T1 2014	T2 2014	juillet 2014
IPM hors énergie	2,7	1,7	-2,4	-13,0	-4,0	-3,7
IPM alimentaires	-0,1	1,4	-3,4	-19,2	-12,8	-13,9
IPM demi-produits	1,1	-0,3	-1,0	2,5	7,0	10,5
IPM miniers	5,5	3,3	-2,3	-14,0	2,8	3,1

NB: Le calcul des indices se base sur les prix unitaires exprimés en dirhams.  
Sources : OC et calculs BAM.

Graphique 3.19 : Evolution de l'IPM, en glissement annuel



## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières évolutions du marché monétaire laissent apparaître une légère baisse du taux interbancaire, s'établissant à 3,01% en moyenne au cours des mois de juillet et août 2014, demeurant ainsi proche du taux directeur qui a été maintenu inchangé à 3% lors de la dernière réunion du Conseil le 17 juin 2014. En ce qui concerne les taux débiteurs, ils sont restés stables en moyenne au cours du deuxième trimestre 2014 à 5,98%, recouvrant une hausse du taux appliqué aux crédits de trésorerie et une baisse des taux des autres catégories du crédit bancaire. Quant aux taux créditeurs, la moyenne pondérée de ceux assortissant les dépôts à 6 et 12 mois est restée quasi inchangée en juillet par rapport à son niveau du deuxième trimestre 2014, se situant à 3,80%, recouvrant la hausse de 6 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois et la baisse de 5 points de base de celui des dépôts à un an.

Parallèlement, le rythme de progression de l'agrégat M3 a ralenti de 4,2% en moyenne au deuxième trimestre à 3,5% en juillet, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif. Dans le même temps, le taux d'accroissement annuel du crédit bancaire est revenu de 4,2% à 3,9%, reflétant notamment la baisse de 1,6% des crédits à caractère financier, après leur augmentation de 6,4% au trimestre précédent et, dans une moindre mesure, la décélération des facilités de trésorerie. Toutefois, les prêts destinés au secteur privé ont connu une nette amélioration de leur rythme d'accroissement, poursuivant ainsi leur accélération entamée depuis le quatrième trimestre 2013. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié au deuxième trimestre, comparativement au premier trimestre 2014, de 0,37% en termes nominaux et de 1,57% en termes réels.

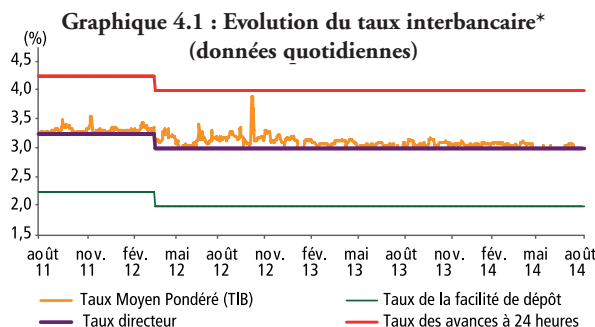
Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont accusé une baisse de 1,3%, d'un trimestre à l'autre, traduisant le repli de 0,1% des prix des biens résidentiels, de 3% de ceux des terrains urbains et de 3,3% de ceux des locaux à usage professionnel. Au total, ces évolutions laissent indiquer l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme émanant des conditions monétaires et des prix des actifs immobiliers.

### 4.1 Conditions monétaires

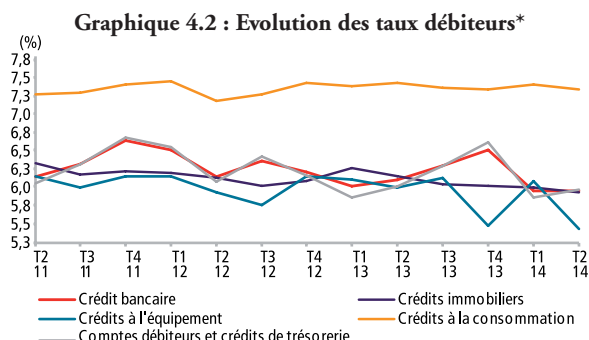
#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 17 juin 2014, le Conseil de la Banque a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,01% en moyenne au cours des mois de juillet et août 2014, en légère baisse par rapport au deuxième trimestre de l'année 2014.

Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2014, indiquent une quasi-stabilité du taux moyen pondéré du crédit bancaire, s'établissant ainsi à 5,98%. Par objet du crédit, les taux appliqués aux facilités de trésorerie ont augmenté de 5,87% à 5,96%, alors que ceux des crédits à la consommation et des prêts immobiliers ont accusé des baisses respectives de 6 et de 7 points de base. De même, les taux des crédits à l'équipement sont revenus de 6,08% à 5,44% d'un trimestre à l'autre, reflétant le repli de 96 points de base du taux des crédits octroyés



\* Données arrêtées au 25 août 2014  
Source : BAM.



\* 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).

aux entrepreneurs individuels et la baisse de 66 points de base de ceux distribués aux entreprises.

En ce qui concerne les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est resté quasi inchangé en juillet par rapport à son niveau du deuxième trimestre 2014, se situant à 3,80%. Cette évolution recouvre la hausse de 6 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois à 3,74% et la baisse de 5 points de base de celui des dépôts à un an à 3,86%.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, les taux à court et à moyen termes ont connu des baisses en juillet, comparativement au deuxième trimestre, allant de 5 points de base pour la maturité de 13 semaines à 11 points de base pour celle de 52 semaines. 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 de juillet 2014 laissent conclure une décélération du rythme de progression annuel de la masse monétaire comparativement à sa moyenne au cours du deuxième trimestre. En conséquence, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme émanant de la sphère monétaire.

La progression annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 3,5% en juillet, après 4,2% au deuxième trimestre, traduisant une baisse de 15,9% des créances nettes sur l'administration centrale, contre une hausse de 4,5%, et un léger ralentissement du rythme d'accroissement du crédit bancaire.

Au niveau des principales composantes de l'agrégat M3, la monnaie scripturale a enregistré une augmentation annuelle de 2,9%, inférieure à celle de 4,2% observée au deuxième trimestre. Quant aux titres des OPCVM monétaires, après un accroissement de 3,3% au trimestre précédent, ils ont marqué une baisse annuelle

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

	2012		2013			2014		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juil.
6 mois	3,55	3,52	3,56	3,55	3,59	3,51	3,68	3,74
12 mois	3,84	4,02	3,89	3,83	3,92	3,86	3,91	3,86
Moyenne pondérée	3,73	3,85	3,76	3,73	3,79	3,71	3,81	3,80

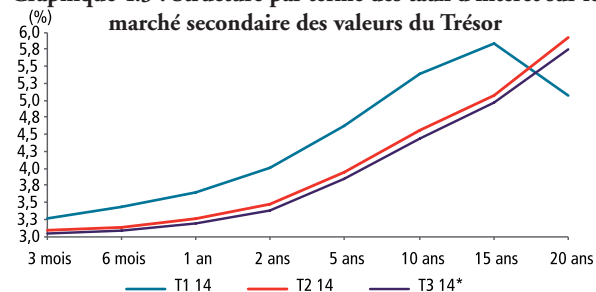
Source : BAM.

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

	2012		2013			2014		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juil.
21 jours	-	-	-	-	-	-	-	-
24 jours	3,71	-	-	-	-	-	-	-
35 jours	3,78	4,12	-	-	-	-	-	-
43	-	-	-	-	-	-	-	-
44 jours	-	-	-	-	-	-	-	-
45 jours	3,97	-	-	-	-	-	-	-
13 semaines	3,40	3,93	3,94	3,50	3,48	3,30	3,08	3,03
26 semaines	3,57	4,07	4,11	3,82	3,74	3,45	3,15	-
52 semaines	3,84	4,20	4,23	4,11	4,13	3,63	3,25	3,14
2 ans	4,24	4,57	4,68	4,61	4,69	4,04	3,35	-
5 ans	4,52	4,75	-	4,93	5,08	4,62	3,91	3,82
10 ans	4,84	-	-	5,42	5,60	5,43	4,47	-
15 ans	5,08	5,52	5,69	5,71	5,85	5,87	5,15	-
20 ans	-	-	-	-	-	5,96	5,66	-

Source : BAM.

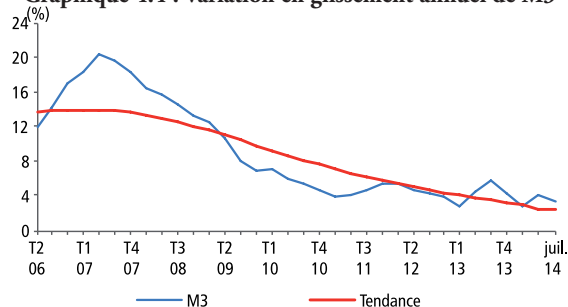
Graphique 4.3 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor



\* L'observation du troisième trimestre 2014 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1<sup>er</sup> juillet au 19 août 2014.

Source : BAM.

Graphique 4.4 : Variation en glissement annuel de M3



Source : BAM.

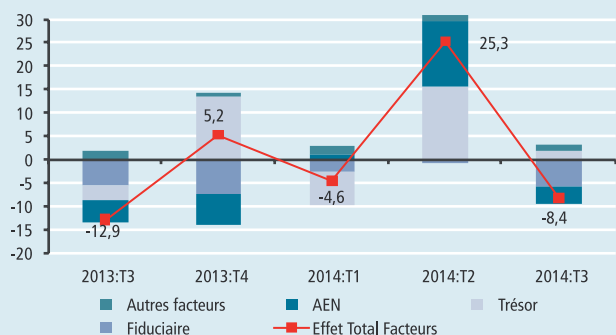
### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2014, les trésoreries bancaires se sont améliorées de 25,3 milliards de dirhams en raison principalement des opérations du Trésor et des opérations sur avoirs extérieurs. En effet, le Trésor a été à l'origine d'une injection de liquidité de 15,8 milliards de dirhams émanant d'une augmentation significative de ses placements sur le marché monétaire. Cette hausse est imputable à l'émission à l'international d'un milliard d'euros en date du 19 juin et à l'encaissement, au mois d'avril, d'un don de 4,1 milliards de dirhams en provenance du Qatar.

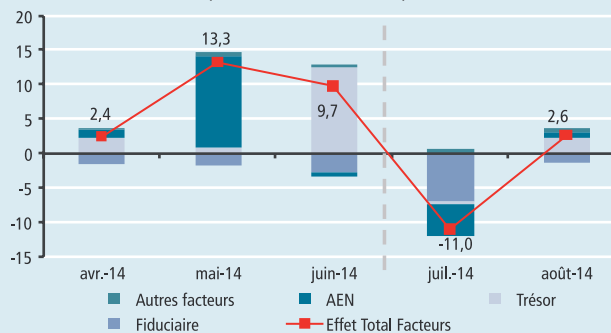
En outre, les opérations sur avoirs extérieurs ont eu une incidence expansive de 13,9 milliards de dirhams sur la liquidité, résultant principalement de l'émission obligataire de l'OCP sur le marché international, portant sur un montant de 1,5 milliard de dollars soit 12,3 milliards de dirhams.

L'effet expansif des deux facteurs susmentionnés a été partiellement atténué par les retraits nets de monnaie fiduciaire qui ont atteint 5,7 milliards de dirhams sur le trimestre.

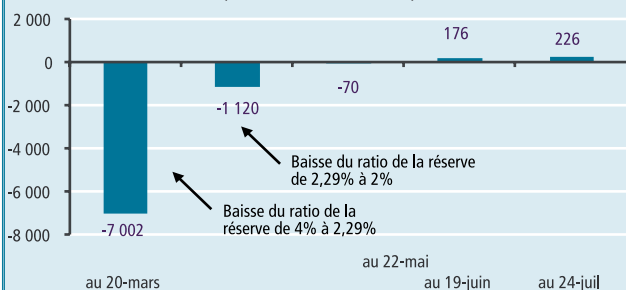
**Graphique E 4.1.1 : Evolution de l'effet des FALB par trimestre (en milliards de DH)**



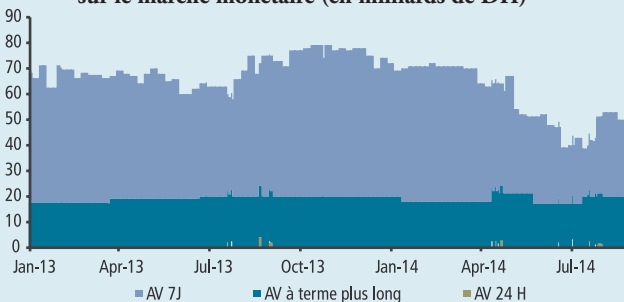
**Graphique E 4.1.2 : Evolution de l'effet des FALB par mois (en milliards de DH)**



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



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



Durant le 3<sup>ème</sup> trimestre de l'année 2014\*, les facteurs autonomes ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 8,4 milliards de dirhams en raison de l'augmentation significative de la circulation fiduciaire.

En effet, les retraits nets de monnaie fiduciaire ont atteint 8 milliards de dirhams en raison de la période estivale et d'Aïd Al Fitr.

En outre, les opérations en devises ont induit une ponction de liquidité de 3,7 milliards de dirhams en raison du volume relativement important des cessions nettes de devise (7,4 milliards) partiellement compensé par les cessions de billets de banque étrangers contre dirhams (3,7 milliards de dirhams).

En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de près de deux milliards de dirhams résultant notamment de la différence entre :

- d'une part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (17 milliards), le règlement des dépenses de compensation (7,4 milliards) et le paiement des salaires des fonctionnaires (5,6 milliards) ainsi que des pensions des retraités (3,6 milliards)
- et d'autre part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (6,4 milliards) ainsi que la baisse de l'encours des placements sur le marché monétaire (-3,6 milliards de dirhams) auxquelles s'ajoutent les recettes fiscales et douanières dont le 2<sup>ème</sup> acompte de l'IS.

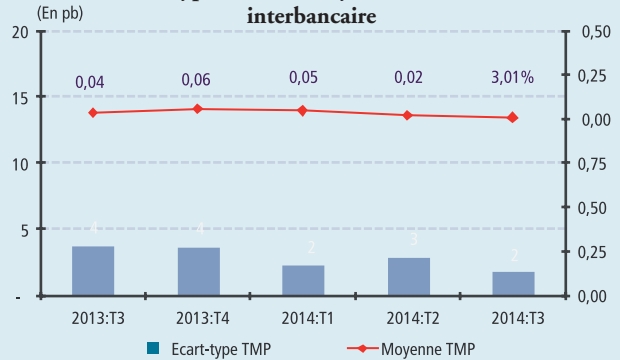
\* Période allant du 1<sup>er</sup> juillet au 25 août 2014.

Compte tenu de l'impact restrictif des facteurs autonomes observé tout au long du troisième trimestre, l'encours des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établi à 48,9 milliards de dirhams au 25 août, en hausse de 5,3 milliards par rapport à la fin du trimestre précédent.

Les avances à 7 jours ont représenté 59,3% du total des opérations de refinancement contre 28,4% concernant les opérations de prêts garantis à 1 an, au titre du programme de soutien au financement de la TPME et 12,3% pour les opérations de pension livrée à 3 mois.

Par ailleurs, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en baisse d'un point de base par rapport au niveau moyen observé durant le trimestre précédent, pour s'établir à 3,01%. Sa volatilité demeure faible à 2 points de base après 3 points de base observés au deuxième trimestre.

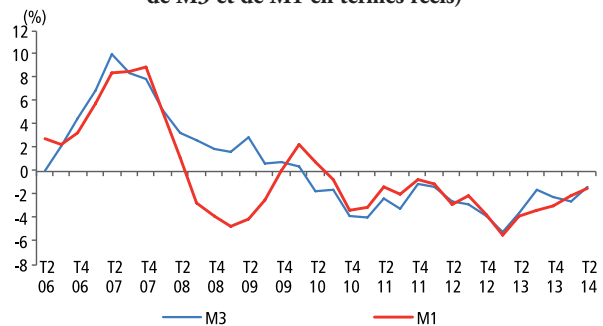
**Graphique E 4.1.5 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire**



de 3,2% traduisant notamment un effet de base lié à la hausse importante observée un an auparavant. En revanche, les dépôts à terme se sont accrus de 2,4%, après 0,5% au deuxième trimestre, en raison, essentiellement, de l'amélioration des dépôts des ménages et des sociétés non financières publiques. De même, le taux de croissance de la monnaie fiduciaire s'est accéléré de 4,5% à 5,9% suite notamment aux retraits opérés à l'occasion d'Aid Al-Fitr et de la période estivale. Concernant les placements à vue, ils ont augmenté de 7,9% en glissement annuel, soit un rythme comparable à celui enregistré au trimestre précédent.

Par agent économique, les ménages ont vu leurs dépôts à vue augmenter de 7,6%, après 6,7% et ceux à terme de 7,2%, au lieu de 5,6%. A l'inverse, le taux de progression de leurs comptes d'épargne est revenu de 7,9% à 1,6%, poursuivant ainsi leur mouvement de ralentissement entamé depuis le quatrième trimestre 2013. Concernant les dépôts des entreprises non financières privées, ils ont marqué des baisses annuelles de 11,7% pour les dépôts à vue et de 28% pour les comptes à terme, plus accentuées que celles de 5,3% et de 22,8% respectivement observées au trimestre précédent. Quant aux entreprises non financières publiques, leurs dépôts à vue

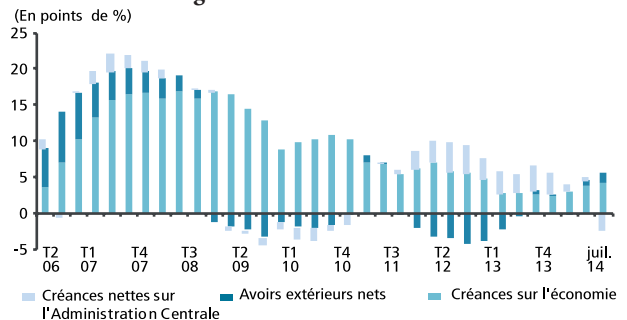
**Graphique 4.5 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)**



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

Source : BAM.

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



Source : BAM.



ont connu une diminution annuelle de 21,1%, contre une hausse de 20,1%, alors que leur dépôts à terme se sont renforcés de 74%, au lieu de 35,3%.

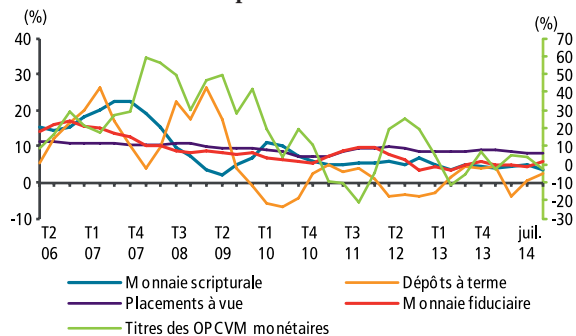
### Crédit

Les données relatives au mois de juillet 2014 font ressortir une décélération du rythme de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est établi à 3,9 %, après 4,2% en moyenne durant le deuxième trimestre 2014.

Ce ralentissement reflète des évolutions divergentes des principales catégories du crédit bancaire. Ainsi, les prêts à caractère financier ont marqué une baisse annuelle de 1,6% en juillet, contre une augmentation de 6,4% au deuxième trimestre. De même, les facilités de trésorerie se sont inscrites en ralentissement, en glissement annuel, revenant de 0,7% à une croissance nulle. Concernant les prêts immobiliers, leur rythme de progression annuel est demeuré quasiment inchangé à 2,4% comparativement à celui enregistré au trimestre passé. Cette évolution recouvre une décélération de 5,1% à 4,9% des crédits à l'habitat, et une contraction de 4,7% des prêts aux promoteurs, après un repli de 3,7%. En revanche, les crédits à l'équipement et ceux à la consommation se sont améliorés respectivement de 5,2% et de 7,1% en glissement annuel, au lieu de 3,1% et 0,9% un trimestre auparavant. L'importante amélioration des crédits à la consommation en juillet, s'explique en grande partie par l'opération de l'absorption d'une société de financement par une banque de la place. Quant aux créances en souffrance, leur encours s'est accru de 26,3%, contre 24% au deuxième trimestre, portant ainsi leur ratio par rapport au crédit bancaire de 6,4% à 6,7%.

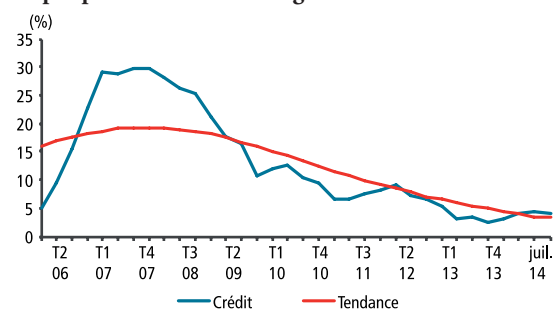
L'analyse du crédit bancaire par secteur institutionnel fait ressortir une décélération du rythme de croissance des crédits aux sociétés financières, une contraction des concours destinés au secteur public, ainsi qu'une poursuite de l'accélération de ceux destinés au secteur privé. En effet, les prêts destinés aux

Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



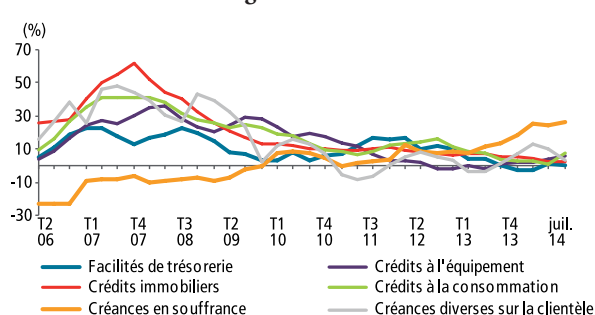
Source : BAM.

Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



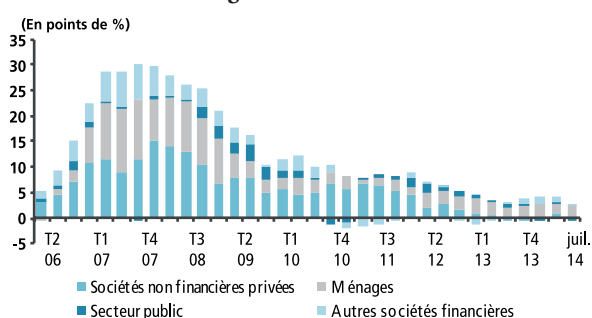
Source : BAM.

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



Source : BAM.

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



Source : BAM.

sociétés financières ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 8,4% à 1,6% en juillet. Pour ce qui est des concours destinés au secteur public, ils ont diminué de 8,6% en rythme annuel, contre une augmentation de 3,3% un trimestre auparavant, ramenant ainsi leur contribution à la croissance du crédit bancaire à un niveau négatif, soit - 0,6 point de pourcentage au lieu de 0,2 point. En revanche, les prêts accordés au secteur privé ont enregistré une augmentation de 5,2% en juillet, après 3,6% au deuxième trimestre, poursuivant ainsi leur accélération entamée depuis le quatrième trimestre 2013. Cette évolution est imputable tant à l'accélération de 1,7% à 3,8% des prêts aux sociétés non financières qu'à celle de 6,6% à 7,6% des crédits accordés aux ménages.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête menée par Bank Al-Maghrib sur les conditions d'octroi du crédit bancaire, indiquent un relatif durcissement de l'offre au deuxième trimestre 2014, comparativement au premier trimestre. Ce resserrement aurait concerné les facilités de trésorerie et les prêts destinés à la promotion immobilière. Quant aux particuliers, les banques auraient plutôt assoupli les critères d'octroi des crédits aussi bien pour les prêts à l'habitat que pour ceux destinés à la consommation. Concernant la demande, elle aurait augmenté en relation avec la hausse de celle des entreprises, tandis que celle des particuliers aurait accusé une légère baisse.

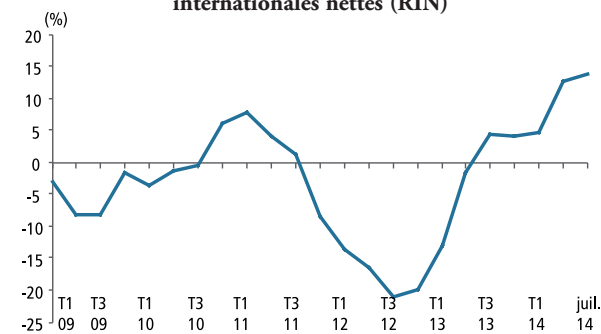
Pour ce qui est des prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire, les données arrêtées à fin juin 2014 laissent indiquer une hausse annuelle de 2% de ceux distribués par les sociétés de financement, après 1,8% au premier trimestre 2014. Cette accélération traduit notamment l'augmentation de 25,5% des crédits d'affacturage, contre 15,2% au trimestre précédent. En revanche, le taux d'accroissement annuel des crédits bail est demeuré quasi stable à 0,1%, et les prêts à la consommation ont enregistré une baisse de 0,6%, après celle de 0,7% un trimestre auparavant. Quant aux concours alloués par les banques offshores, ils ont accusé un repli de 3,7%, moins accentué que celui de 8,6% enregistré au premier trimestre.

### Autres sources de création monétaire

En dépit d'une baisse mensuelle de 3,3%, les réserves internationales nettes (RIN), se sont accrues de 13,9% en juillet, au lieu de 12,5% en moyenne au deuxième trimestre, traduisant l'atténuation du déficit commercial et l'amélioration des recettes voyages et des dons en provenance des pays du Golf.

S'agissant des créances nettes sur l'administration centrale, elles ont connu une contraction de 15,9% en glissement annuel, contre une hausse de 4,5% un trimestre auparavant, reflétant la baisse de 14,1% des créances nettes des autres institutions de dépôts. Cette évolution s'explique tant par la décélération des créances de ces institutions que par l'expansion de leurs engagements. En effet, l'augmentation annuelle des créances s'est limitée à 1,5% après 10,7% au deuxième trimestre, imputable notamment à la décélération de 21,4% à 9,2% du rythme de progression des détentions des banques en bons du Trésor et la contraction de 46% de celles des OPCVM monétaires, après un recul de 45,3% le trimestre précédent. Quant aux engagements, ils ont marqué une expansion de 200%, suite à la

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



Source : BAM.



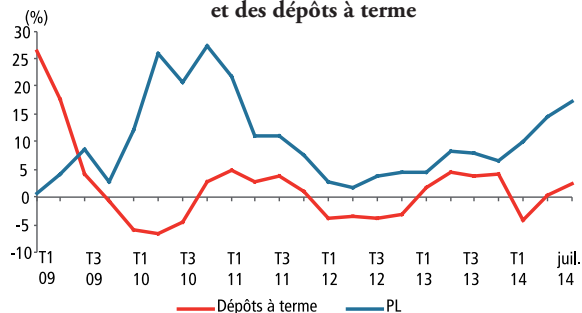
hausse importante qu’ont connue les placements du Trésor sur le marché interbancaire.

### Placements liquides

En juillet 2014, les agrégats de placement liquides ont augmenté de 17,1% en glissement annuel, après 14,5% au deuxième trimestre. Cette accélération a concerné l’ensemble des catégories de placements liquides.

Ainsi, les titres inclus dans l’agrégat PL1 se sont accrus de 14,6%, au lieu de 12,8%, en relation notamment avec l’accélération de 14,7% à 15,4% de l’encours des bons du Trésor négociables. De même, les titres des OPCVM obligataires recensés dans l’agrégat PL2 ont marqué une augmentation de 24,3%, après 19,7% au trimestre passé, en relation notamment avec la hausse de leur valeur liquidative suite à la baisse des rendements des bons du Trésor sur le marché secondaire. Dans le même sens, les titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l’agrégat PL3, ont progressé de 11% en juillet, contre 8% au deuxième trimestre 2014.

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



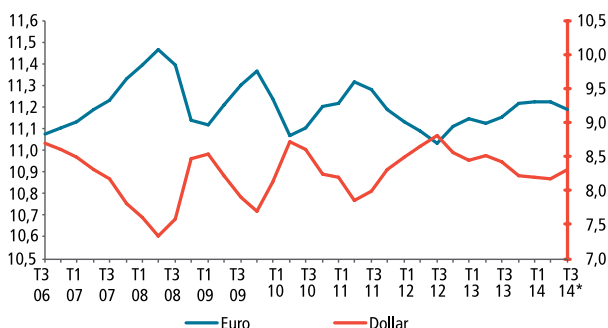
Source : BAM.

### Taux de change

Comparé au deuxième trimestre, le dirham s’est apprécié durant les mois de juillet et d’août de 0,33% par rapport à l’euro, alors qu’il a connu une dépréciation de 1,52% à l’égard du dollar.

Concernant le taux de change effectif du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, il s’est déprécié de 0,37% en termes nominaux comparativement au premier trimestre 2014. La dépréciation de la monnaie nationale ressort plus importante en termes réels, soit 1,57 %, en raison d’un taux d’inflation globalement inférieur au Maroc comparativement aux pays partenaires et concurrents.

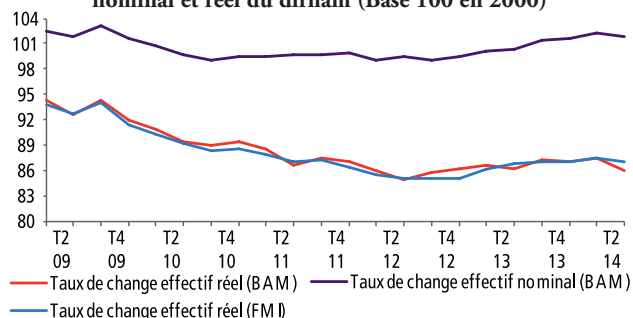
Graphique 4.13 : Evolution du taux de change du dirham



\* L’observation du troisième trimestre 2014 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1er juillet au 25 août 2014.

Source : BAM.

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



Sources : FMI et Calculs de BAM.

## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre 2014, l'indice des prix des actifs immobiliers a accusé une nouvelle baisse trimestrielle de 1,3%, après celle de 0,2% au premier trimestre. Cette évolution s'explique par la régression de 0,1% des prix des biens résidentiels, de 3% de ceux des terrains urbains et de 3,3% de ceux des locaux à usage professionnel. Parallèlement, le nombre de transactions a enregistré une hausse de 9,8% en glissement trimestriel, après celle de 1,8% un trimestre auparavant. Cette augmentation a été tirée principalement par l'accroissement des ventes des biens résidentiels de 15,6%.

En glissement annuel, l'IPAI a diminué de 2,6% recouvrant des baisses respectives des prix des biens résidentiels et du foncier de 0,3% et 7,6%, ainsi qu'une hausse de 2,8% des prix des biens à usage professionnel. S'agissant des transactions, leur nombre s'est replié de 2,2%, traduisant notamment les reculs des ventes portant sur les locaux à usage professionnel de 4,1% et sur les terrains urbains de 15,5%.

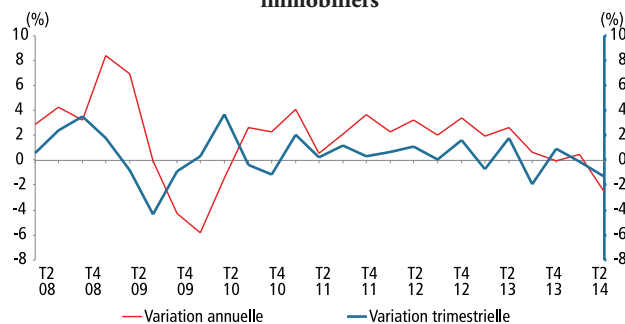
Par ailleurs, les données récentes relatives aux crédits immobiliers laissent indiquer que les crédits à l'habitat, se sont accrus de 4,9% en juillet, en glissement annuel, après 4,8% au deuxième trimestre. Les crédits destinés à la promotion immobilière ont, en revanche, accusé un nouveau repli de 4,7% après celui de 3,2% enregistré au deuxième trimestre de 2014.

### 4.2.2 Actifs financiers

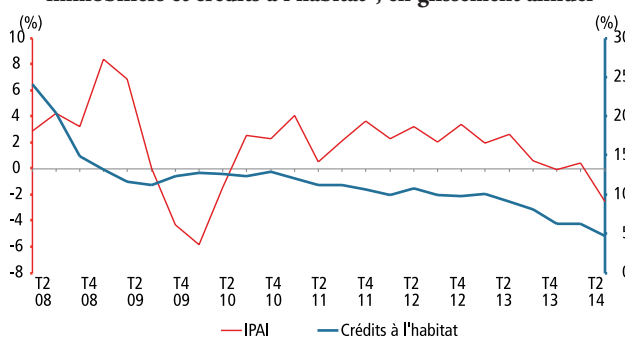
#### 4.2.2.1 Actions

Au deuxième trimestre 2014, le MASI a connu une dépréciation de 3,1% par rapport au trimestre précédent. A l'inverse, les données arrêtées au 22 août indiquent que l'indice de référence s'est de nouveau orienté à la hausse en juillet et août, portant sa performance depuis le début de l'année à 3,5%. Cette reprise trouve

Graphique 4.15 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers

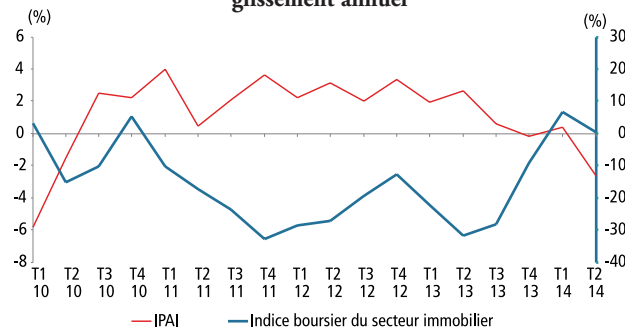


Graphique 4.16 : Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat\*, en glissement annuel



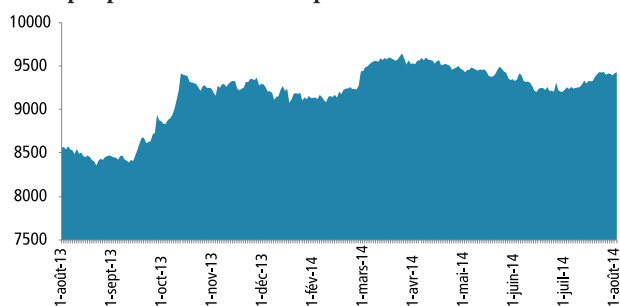
\* Compte non tenu des crédits destinés à la promotion immobilière  
Source : BAM et ANCFCC.

Graphique 4.17 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca.

Graphique 4.18 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

son origine dans les bonnes performances des secteurs « bâtiments et matériaux de construction », « télécommunications », et « banques ». Dans le même sens, la capitalisation boursière a progressé de 3% à fin août<sup>1</sup>, s'établissant à 464,6 milliards de dirhams, et ce en liaison principalement avec l'appréciation des cours.

Concernant la valorisation de la place de Casablanca, le Price Earnings Ratio s'est établi à fin juillet à 17,4 en légère hausse de 0,1 par rapport au premier trimestre, tandis que le Price to Book Ratio s'est stabilisé à 2,3.

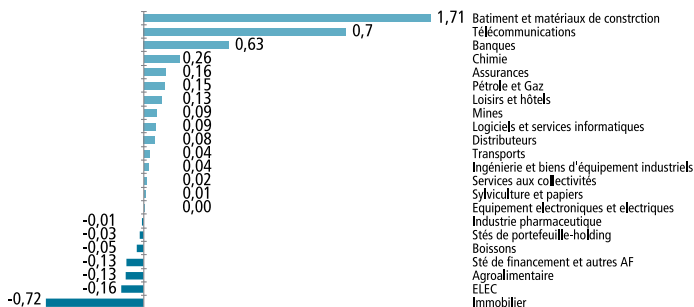
Pour ce qui est de l'activité sur le marché boursier, le volume quotidien moyen des transactions sur le marché central a atteint 102,8 millions de dirhams durant les deux premiers mois du troisième trimestre, contre 75,8 millions un trimestre auparavant. Cette évolution est attribuable aux opérations effectuées sur le compartiment obligataire, avec un montant quotidien moyen de 31,2 millions de dirhams contre 8,1 millions au deuxième trimestre. Sur le marché de blocs, le volume échangé durant la même période s'est établi à 2,1 milliards de dirhams contre 3,4 milliards enregistré durant le deuxième trimestre de l'année. Au total, le volume cumulé des transactions depuis le début de l'année s'est chiffré à 25,4 milliards de dirhams, contre 33,7 milliards durant la même période de l'année précédente. Cette baisse résulte de la contraction des opérations réalisées sur le marché de blocs et, dans une moindre mesure, de la baisse de celles effectuées sur le marché central.

#### 4.2.2.2 Titres de dettes

##### Bons du Trésor

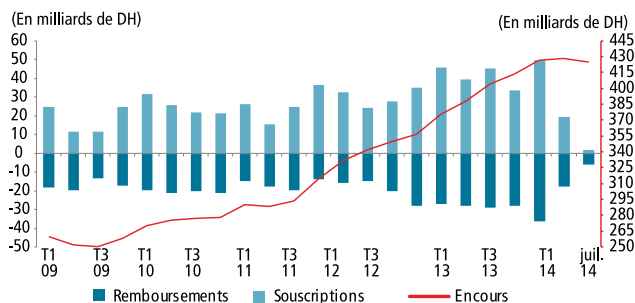
Au cours des sept premiers mois de l'année, les émissions du Trésor ont totalisé 71,4 milliards de dirhams, contre 97,8 milliards durant la même période de l'année précédente. La ventilation de ces levées par maturité laisse apparaître

Graphique 4.19 : Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI, en %

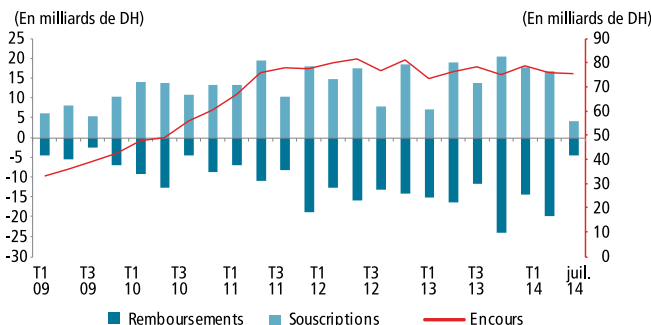


Source: Bourse de Casablanca.

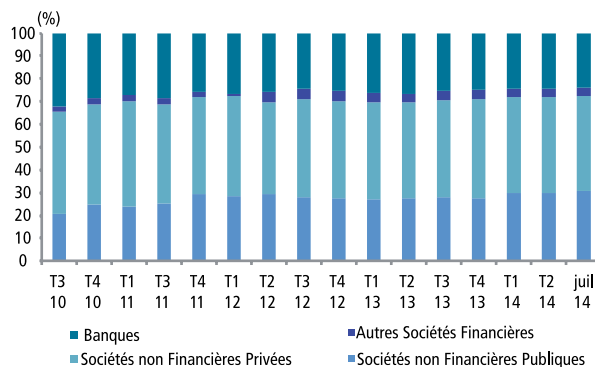
Graphique 4.20 : Evolution de l'encours des Bons du Trésor



Graphique 4.21 : Evolution de l'encours des titres de créances négociables



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



1 Données arrêtées au 22 août 2014.

que le Trésor s'est orienté depuis le début de l'année 2014 vers les moyens et long termes avec des parts respectives de 38,5% et 47,9%. Ces levées ont été assorties de taux moyens allant de 3,17% à 3,40% pour le court terme contre 3,94% à 4,22% une année auparavant, de 3,76% à 4,20% pour le moyen terme contre 4,62% à 4,75% et de 5,04% à 5,76% pour le long terme contre 5,38% à 5,66%. Tenant compte du remboursement d'un montant de 59,8 milliards de dirhams, l'encours des Bons du Trésor s'est établi à 424,5 milliards de dirhams.

### Autres titres de créances

Le montant des émissions des autres titres de créances s'est établi à fin juillet à 38,8 milliards de dirhams, après 31,5 milliards un an auparavant. Chiffrée à 29,1 milliards de dirhams, les levées des certificats de dépôts, orientées vers des maturités courte et moyenne, se sont accrues en glissement annuel de 3,4 milliards de dirhams avec des taux moyens variant entre 3,8% et 4,55%.

Parallèlement, les sociétés de financement ont émis depuis le début de l'année des bons d'un montant de 3,2 milliards avec des taux compris entre 4% et 4,4%, après une quasi absence d'émissions durant la même période de l'année précédente. S'agissant des billets de trésorerie, les émissions ont atteint une valeur de 6,6 milliards à fin juillet avec des taux allant de 4,59% à 6,07%.

Tenant compte du remboursement d'un montant de 38,4 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables s'est établi à 75,5 milliards de dirhams, en quasi stagnation par rapport à fin décembre.

Les levées obligataires, en hausse de 2,3 milliards d'une année à l'autre, ont quant à eux, totalisé à fin juillet 6,7 milliards, dont 3,7 milliards émises par les sociétés non financières privées, 2,7 milliards par celles publiques et 260 millions par les autres sociétés financières. Tenant compte des remboursements, l'encours des

emprunts obligataires a régressé de 1,7% depuis le début de l'année, pour atteindre 89,5 milliards de dirhams, dont 42% émis par les sociétés non financières privées, 31% par les établissements publics et 24% par les banques.

### 4.2.2.3 Titres OPCVM

Selon les dernières données publiées par le CDVM<sup>1</sup>, les souscriptions aux titres d'OPCVM se sont établies à 313 milliards de dirhams contre 305,5 milliards sur la même période de 2013, avec une part de 76% pour les fonds monétaires et 23% pour ceux obligataires. Parallèlement, les rachats ont totalisé un montant de 269,5 milliards de dirhams après 325,9 milliards une année auparavant.

Tenant compte d'une performance globale des fonds OPCVM de 5,2%, l'actif net s'est apprécié de 13,4% pour atteindre 277,3 milliards de dirhams. Cette évolution s'explique principalement par l'accroissement, depuis le début de l'année, de l'actif net des fonds obligataires et diversifiés de 17,1% et de 27% respectivement.

<sup>1</sup> Données OPCVM arrêtées au 15 août 2014.

## 5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation continue d'évoluer à des niveaux relativement bas, s'établissant à 0,4% en juillet et à 0,3% au premier semestre. Cette orientation résulte principalement du repli important des prix des produits alimentaires à prix volatils, et plus particulièrement ceux des fruits et légumes frais. Elle a été accentuée par la diminution des prix de certains médicaments intervenue en juin et par le recul de l'inflation sous-jacente (IPCX), revenant de 1,5% en 2013 à 1,2% durant les sept premiers mois de l'année 2014. Par composante, cette évolution recouvre une quasi-stagnation de l'inflation des biens échangeables (IPCXE) à 1,4%, dans un contexte de faible inflation au niveau des principaux partenaires commerciaux du Maroc, ainsi qu'un recul de celle des biens non échangeables (IPCXNE), revenant de 1,7% en 2013 à 0,9% en moyenne sur les sept premiers mois de 2014.

Ces évolutions ont plus que compensé les effets des hausses des prix des carburants résultant principalement des réductions des subventions accordées aux produits pétroliers.

Pour ce qui est des prix à la production industrielle, ils ont poursuivi leur reflux entamé depuis le début de l'année précédente, en enregistrant un repli annuel de 2,1% en juillet après celui de 2,3% un mois auparavant, en relation notamment avec la baisse des cours internationaux des matières premières.

### 5.1 Evolution de l'inflation

Après avoir entamé l'année à des niveaux modérés, l'inflation a enregistré une nette décélération au deuxième trimestre, avant d'observer une relative reprise en juillet. Elle s'est ainsi établie à 0,3% en moyenne durant les sept premiers mois de l'année 2014. Ce niveau faible de l'inflation est lié en grande partie au recul des prix des produits alimentaires à prix volatil et, dans une moindre mesure, au repli de l'inflation sous-jacente et à l'effet de la révision des prix de certains médicaments intervenue en juin dernier. Ces évolutions ont plus que compensé les impacts des hausses successives des tarifs des carburants liées aux réductions des subventions accordées aux produits pétroliers durant cette période.

L'inflation est passée de -0,3% en mai, à -0,1% en juin et à 0,4% en juillet, reflétant en partie l'atténuation de la baisse des prix des produits alimentaires volatils de -9,2%, à -7,3% et à -7,1% respectivement. Cette orientation est attribuable essentiellement au recul des prix des légumes frais avec des taux de 17,7% en mai, de 14% en juin et de 10,7% en juillet.

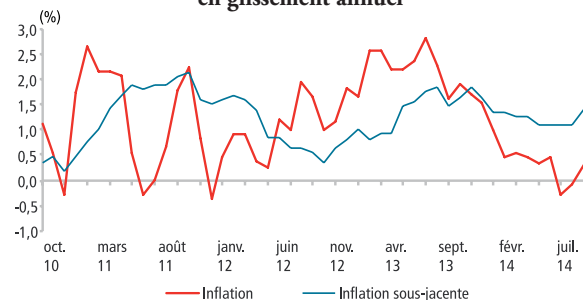
S'agissant des tarifs des « carburants et lubrifiants », ils ont enregistré une accélération de leur rythme de progression, de 10,8% en juin à 14,2% en juillet, en liaison avec la réduction de la subvention unitaire du gasoil

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

	Glissement mensuel (%)			Glissement annuel (%)		
	mai 13	juin 14	juil. 14	mai 13	juin 14	juil. 14
<b>Inflation</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	-1,5	1,4	-0,8	-9,2	-7,3	-7,1
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,9	3,1	9,9	10,8	14,2
-Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,1	-0,8	0,2	0,8	-0,2	0,0
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
- Produits alimentaires	0,1	0,2	0,3	1,1	1,0	1,2
- Articles d'habillement et chaussures	-0,2	0,1	0,5	2,3	2,3	2,5
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,1	0,2	0,0	1,7	1,7	1,7
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	0,0	0,8	1,0	0,9
- Santé*	0,0	0,3	-0,2	3,2	3,2	2,6
- Transport*	-0,1	0,1	-0,1	0,9	1,2	1,2
- Communication	0,0	0,0	0,0	-9,0	-9,0	2,1
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-0,9	-1,0
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,5	3,5	3,5
- Restaurants et hôtels	0,0	0,2	0,3	2,3	2,3	2,3
- Biens et services divers	0,1	0,1	0,0	1,2	1,3	1,3

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

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

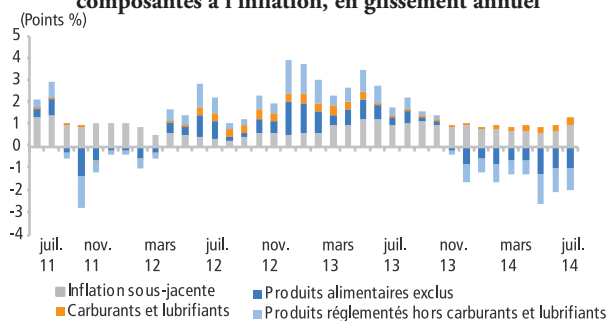


Sources : HCP et calculs BAM.

et plus marginalement avec la dépréciation du taux de change. Les prix des produits réglementés hors carburants et lubrifiants ont connu, pour leur part, une régression de 0,2% en juin, sous l'effet de la baisse de 5,3% des tarifs des produits pharmaceutiques. Cet impact a été légèrement atténué en juillet par l'accélération du rythme d'accroissement des tarifs des services médicaux et du transport routier des passagers.

Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et des produits à tarifs réglementés, l'inflation sous-jacente s'est accrue de 1,1% durant le deuxième trimestre à 1,4% en juillet. Cette évolution résulte principalement de la dissipation de l'effet de la diminution des prix des communications observée en juillet 2013.

**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 sur le marché intérieur**

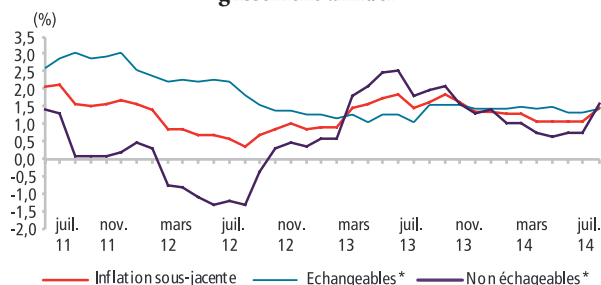
Produits	A partir du					
	1 juil. 14	16 juil. 14	1 août 14	16 août 14	1 sept. 14	16 sept. 14
Super carburant (Dh/Litre)	13,68	13,56	13,2	13,04	12,98	13,06
Gasoil 50 (Dh/Litre)	9,20	9,69	9,69	9,69	9,69	9,69
Fuel industriel (Dh/Tonne)	6095,46	5911,58	5894,12	5903,25	5863,00	5888,89

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

## 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 essentiellement par celle des produits non échangeables (IPCXNE). En effet, l'inflation des biens non échangeables est passée de 0,7% en juin à 1,6% en juillet en relation avec la hausse de 2,6% des tarifs des « services de téléphonie et de télécopie » après un repli de 10,7%, et avec le recul du rythme de baisse des prix des viandes fraîches de 0,7% à 0,1%. La contribution de cette catégorie de biens à l'inflation sous-jacente a ainsi augmenté de 0,4 point de pourcentage en moyenne durant le premier semestre à 0,7 point en juillet.

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



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM.

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

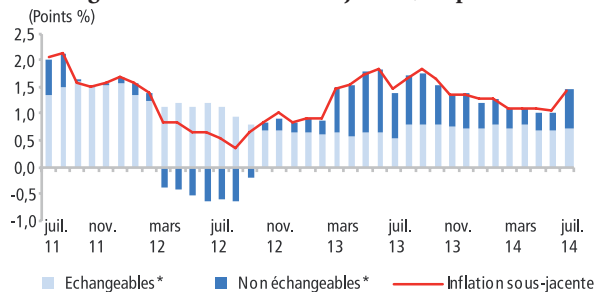
	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 14	juin 14	juil. 14	mai 14	juin 14	juil. 14
Biens échangeables (IPCXE)	0,0	0,1	0,1	1,3	1,3	1,4
Biens non échangeables (IPCXNE)	0,0	0,2	0,3	0,7	0,7	1,6

Sources : HCP et calculs de BAM.

Pour sa part, et dans un contexte marqué par des niveaux faibles d'inflation dans les principaux partenaires commerciaux du Maroc, le rythme d'accroissement des prix des biens échangeables s'est maintenu à son niveau enregistré depuis le début de l'année, soit 1,4%. La contribution des biens échangeables à l'inflation sous-jacente est demeurée quasi-inchangée à 0,7 point de pourcentage sur la même période.

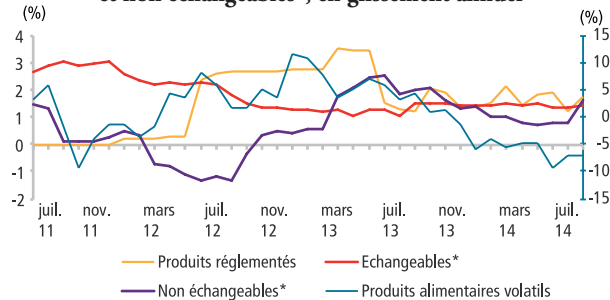


**Graphique 5.4 : Contribution des biens échangeables\* et non échangeables\* à l'inflation sous-jacente, en points de %**



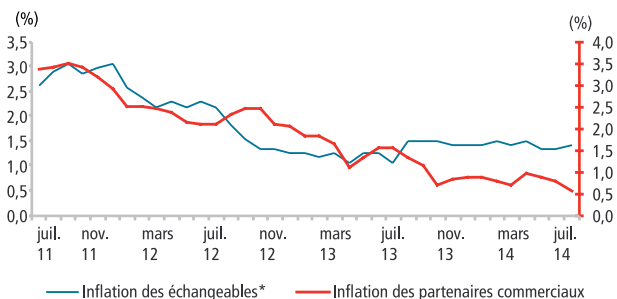
\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM.

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



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

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



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

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

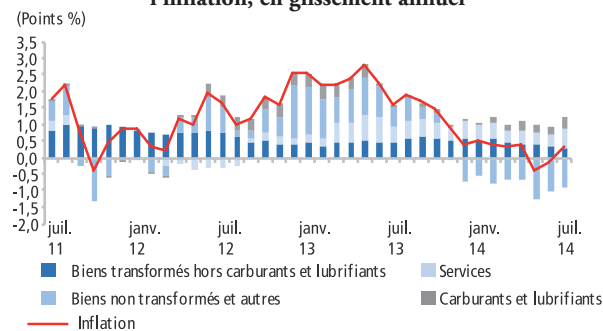
	Contributions à l'inflation en glissement mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	juin 14	juil. 14	juin 14	juil. 14
Produits exclus de l'IPCX				
Produits alimentaires volatils	0,1	0,0	-0,8	-0,6
Produits réglementés	-0,1	0,1	0,2	0,4
<b>Biens échangeables*</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Biens non échangeables*</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>

\* 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 juillet traduit, en majeure partie, la hausse de 1,1% à 1,9% de l'inflation des services, elle-même liée à celle des tarifs de communication qui ont porté la contribution des services à l'inflation de 0,4 à 0,6 point de pourcentage. Cette évolution des prix a également été tirée par la progression des tarifs des carburants et lubrifiants, passant, en un mois, de 10,8% à 14,2% et, dans une moindre mesure, par celle des biens non transformés dont le rythme de baisse est revenu de 4,4% en juin à 3,9% en juillet. Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants se sont accrus de 0,7% au lieu de 0,8% en juin. La contribution de cette catégorie de biens à l'inflation est restée stable par rapport au mois précédent, soit à 0,3 point de pourcentage.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	mai 14	juin 14	juil. 14	mai 14	juin 14	juil. 14
Biens transformés*	0,1	-0,2	-0,1	1,0	0,8	0,7
Biens non transformés et autres	0,0	0,1	0,1	1,2	1,1	1,9
Services	-0,9	1,0	0,0	-5,4	-4,4	-3,9
Carburants et lubrifiants	0,0	0,9	3,1	9,9	10,8	14,2

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

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

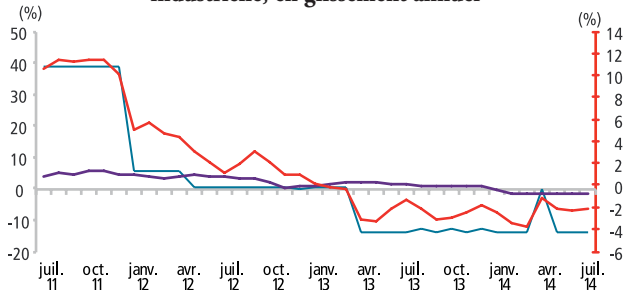
S'agissant des prix à la production industrielle, ils ont connu des hausses mensuelles de 0,1% et de 0,5% en juin et en juillet, après avoir marqué des replis au cours des huit mois précédents. Cette évolution est imputable à l'augmentation de 1,1% et de 2,5% des prix de la branche « cokéfaction et raffinage » au cours des deux derniers mois et, dans une moindre mesure, à la hausse des prix de 0,1% et de 0,6% pour les « industries alimentaires ». Elle englobe également une stabilité des prix à la production de la branche chimique au lieu d'une baisse de 13,2% en mai. En glissement annuel, les prix à la production industrielle continuent de s'inscrire dans la tendance baissière observée depuis février 2013, en accusant un recul de 2,1% en juillet après celui de 2,3% le mois précédent.

### 5.5 Anticipations d'inflation

Les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation relative au deuxième trimestre 2014, indiquent une baisse du niveau d'inflation anticipé par les experts du secteur financier à l'horizon de six trimestres revenant de 2,4% au premier trimestre à 2,1%. Ces anticipations restent orientées principalement par l'évolution des prix à la pompe et les décisions de réforme de la compensation des produits de base, alors que les experts sont moins nombreux que le trimestre précédent, à considérer les orientations de la politique budgétaire et les pressions sur la demande comme principaux déterminants de l'inflation à l'horizon de 6 trimestres.

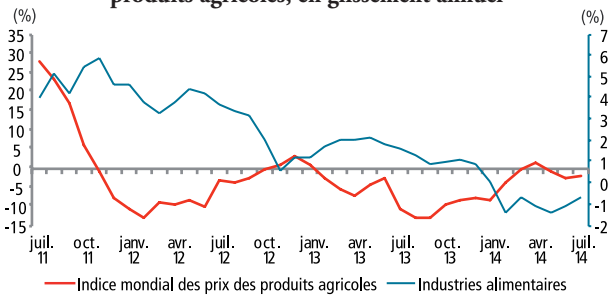
Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie pour le mois de juillet 2014, font ressortir une poursuite de la modération de l'inflation au cours des trois prochains mois. Le pourcentage des entreprises anticipant une accélération du niveau général des prix au cours de cette même période étant revenu à 30% en juillet après 48% en mai et

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



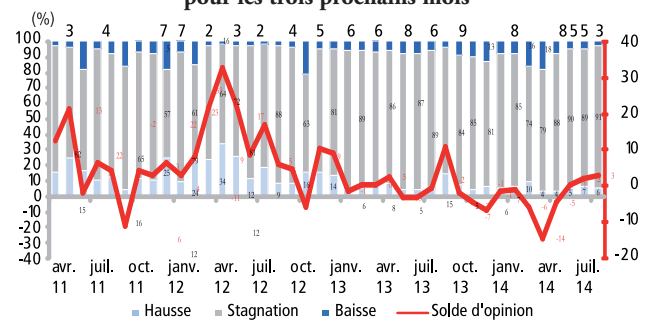
Sources : HCP et calculs BAM.

Graphique 5.9 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles, en glissement annuel



Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM.

Graphique 5.10 : Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois



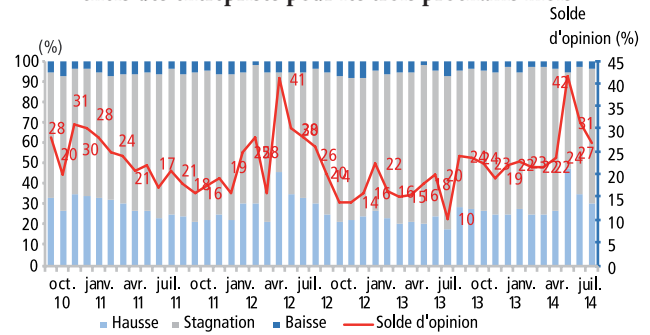
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.



35% en juin, alors que la part de ceux qui tablent sur une stagnation est passée à 66% après 47% à 62% et respectivement (Graphique 5.11).

En outre, ces données indiquent que les prix des produits industriels ne devraient pas connaître de changements notables au cours des trois prochains mois et ce selon 91% des industriels (Graphique 5.10).

**Graphique 5.11 : Anticipations de l'inflation (IPC) selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

---

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

---

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. Ce scénario tient compte des nouvelles dispositions du système d'indexation partielle des prix de certains produits énergétiques telles que prévues par les arrêtés N°3-01-14 et N°31-14 du gouvernement, ainsi que des nouvelles modalités de facturation et dispositions tarifaires pour l'électricité, l'eau potable et l'assainissement liquide entrées en vigueur à partir du mois d'août 2014. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres s'établirait en moyenne autour de 1,6%, soit un niveau supérieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM. Au cours de l'année 2014, l'inflation devrait se situer autour de 0,7%. Quant à 2015, elle devrait évoluer en moyenne aux environs de 1,9%. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée. Au plan externe, les risques sont liés aux incertitudes entourant la croissance chez les principaux pays partenaires et l'évolution des cours internationaux des matières premières énergétiques. Au plan interne, ils proviennent d'éventuels effets plus prononcés que prévu des relèvements des prix des hydrocarbures et de l'électricité.*

---

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Après une légère décélération de la croissance mondiale au 1er trimestre de l'année en cours, les facteurs temporaires à l'origine de cette contreperformance tels que la rigueur de l'hiver et le surplus des stocks semblent se dissiper progressivement comme le laissent entrevoir les évolutions récentes. Néanmoins, cette dynamique demeure contrastée dépendamment des contraintes auxquelles font face les différentes économies. En effet, les Etats-Unis et la Chine ont d'ores et déjà renoué, durant le second trimestre de cette année, avec des taux de croissance plus dynamiques grâce au maintien de politiques budgétaires et monétaires globalement accommodantes. A l'opposé, la zone euro a enduré une décélération de sa croissance en raison notamment de la persistance de la fragmentation financière et de la vulnérabilité des bilans publics et privés. De même, un grand nombre de pays émergents continuent de pâtir du durcissement des conditions financières, du repli de la demande étrangère et, dans certains cas, du tassement de l'investissement et de la consommation.

En somme et malgré un début d'année relativement difficile, les perspectives anticipées pour l'économie mondiale en 2014 n'ont été que légèrement abaissées par les institutions

financières internationales. A ce titre, l'accélération de la croissance aux Etats-Unis et en Chine devrait profiter favorablement aux exportations internationales. Toutefois, l'intensification des tensions géopolitiques dans la région MENA et en Ukraine suscite davantage de craintes quant au renchérissement des cours des matières premières et ses éventuelles interactions négatives avec les sphères financières et réelles.

Sur le plan des analyses fines, la croissance économique de la zone euro a accusé un léger recul au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2014 en passant de 0,9% au 1er trimestre à 0,7%. Cette décélération reflète la contraction de la croissance en Allemagne (1,3% au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2014 contre 2,2% au 1<sup>er</sup> trimestre) et en France (0,1% au 2<sup>ème</sup> trimestre suite à 0,8% au 1<sup>er</sup> trimestre), ainsi que la perdurance de la récession en Italie (-0,3% au 2<sup>ème</sup> trimestre après -0,4% au 1<sup>er</sup> trimestre). L'Espagne fait figure d'exception au sein de la zone euro vu que le redressement de la production s'est poursuivi au 2<sup>ème</sup> trimestre de 2014, confirmant ainsi la tendance observée depuis le début de l'année en cours (1,2% au 2<sup>ème</sup> trimestre suite à 0,5% au 1<sup>er</sup> trimestre).

Ainsi, à l'exception du profil favorable de la consommation privée, comme en atteste la bonne progression du volume des ventes au détail et des nouvelles immatriculations de voitures particulières, l'investissement et le commerce extérieur ont affiché des évolutions mitigées. En effet, durant les

mois d'avril et mai, le niveau moyen de la production de biens d'équipement (indicateur avancé de l'investissement hors construction) a été inférieur de 0,5% au niveau enregistré au 1er trimestre de 2014, confirmant ainsi les tendances dégagées de l'enquête de la commission européenne auprès des directeurs d'achat qui concluait que la production industrielle connaît toujours une convalescence graduelle. S'agissant du secteur de la construction, les chiffres récents et les données d'enquêtes font ressortir que la production a baissé d'environ 0,6% relativement au 1er trimestre, reflétant ainsi la persistance des contraintes de financement et le prolongement du processus de rééquilibrage sur le marché de l'immobilier. Enfin, les dernières données sur les échanges de la zone euro pointent vers une contribution positive du commerce extérieur au PIB, quoique cette évolution traduise davantage une baisse des importations plutôt qu'une croissance dynamique des exportations.

S'agissant du marché du travail, les dernières statistiques laissent présager que la courbe du chômage devrait vraisemblablement s'inverser. Ainsi, le taux de chômage est passé de 11,7% au mois de mars à 11,5% au mois de juillet, reflétant une baisse en Allemagne (4,9% en juillet après 5,2% en mars) et en Espagne (24,5% suite à 25,1%) ainsi qu'une légère hausse en Italie (12,6% après 12,4%) et en France (10,3% suite à 10,2%).

Dans ce contexte, l'inflation évolue toujours à des niveaux faibles dans la zone euro, passant de 0,5% au mois de mars à 0,3% durant le mois d'août. Cette évolution reflète, d'un côté, une conjoncture économique morose qui implique d'importantes capacités productives sous-utilisées et, d'un autre côté, le prolongement de la modération des prix de l'énergie et des produits alimentaires.

S'agissant de l'économie américaine et après un début d'année poussif, l'activité a de nouveau affiché une évolution favorable avec un taux de croissance de 2,4% au 2<sup>ème</sup> trimestre après 1,9% observé durant le 1er trimestre. Cette réalisation traduit principalement la dissipation de facteurs temporaires qui avaient pesé sur la croissance à l'instar du processus de déstockage et le repli des exportations. De son côté, la demande intérieure

privée continue de soutenir la croissance comme en atteste la bonne progression des dépenses de consommation privée et de la FBCF.

Le redressement de l'activité au 2<sup>ème</sup> trimestre s'est favorablement répercuté sur le marché du travail aux Etats-Unis. En effet, le chômage a de nouveau reculé entre les mois de mars et juillet en passant de 6,7% à 6,2% ce qui signifie que cet indicateur a baissé de plus de 3% comparativement aux niveaux atteints en 2009.

S'inscrivant dans la continuité de la tendance observée durant les derniers mois, l'inflation a maintenu son évolution haussière aux Etats-Unis vu qu'elle est passée de 1,7% au mois de mars à 2% au mois de juillet. Cette tendance s'explique principalement par le prolongement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires qui ont enregistré durant le mois de juillet des progressions de 2,6% et 2,5% respectivement.

Ainsi et compte tenu de l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds monétaire international, relatives à la mise à jour du mois de juillet, tablent pour la zone euro sur une croissance de l'ordre de 1,1% en 2014 et 1,5% en 2015. En ce qui concerne les Etats-Unis, le FMI anticipe des taux de croissance de 1,7% et 3% respectivement pour 2014 et 2015. Au regard des taux communiqués lors du RPM du mois de juin, les prévisions de croissance de la zone euro n'ont pas connu de changement, alors que celles de l'économie américaine ont été revues à la baisse (un taux de 2,8% était prévu pour 2014).

Les risques baissiers planant sur les perspectives à moyen terme de l'activité économique persistent. Au plan des instabilités géopolitiques, l'escalade des tensions en Irak et en Lybie ainsi que la persistance de la crise Ukrainienne accentuent les craintes liées à un renchérissement significatif des cours des matières premières énergétiques. S'agissant des marchés financiers, le processus de normalisation de la politique monétaire de la Fed suscite toujours des inquiétudes quant à une éventuelle hausse des taux d'intérêt à long terme, particulièrement si les conditions financières se raffermissent de manière plus prononcée que prévu. Aussi, le prolongement de la baisse des prix observé dans la

zone euro alimente les appréhensions relatives à une inflation durablement faible particulièrement en cas de chocs économiques défavorables. Enfin, une croissance plus faible qu'anticipé chez les pays émergents pourrait impacter négativement le commerce international.

Dans ce contexte, des taux de croissance moyens pondérés pour les principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) de l'ordre de 1,1% en 2014 et de 1,6% en 2015 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de juin, les prévisions de croissance de nos principaux partenaires n'ont pas connu de révisions significatives. 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.

Au registre des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son dernier Rapport sur la politique monétaire du mois de juillet, des taux compris entre 1,5% et 1,7% en 2014 et 1,5% et 2% en 2015. De son côté, la BCE prévoit, dans son bulletin du mois d'août, des taux d'inflation de 0,7% pour 2014 et 1,2% pour 2015, en baisse par rapport aux niveaux communiqués précédemment. À moyen terme, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés en raison des incertitudes entourant l'activité économique, le taux de change et les cours des matières premières.

Dans ces conditions, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, tablent sur une baisse en 2014. Concernant 2015, les indicateurs pointent vers une stagnation des prix à l'import en lien avec les perspectives mitigées de la demande des pays émergents, principaux importateurs des matières premières hors énergie.

### 6.1.2 Environnement national

Dans la lignée des hypothèses du précédent RPM, les perspectives de croissance économique resteraient globalement positives pour l'année

2014. Elles devraient profiter de l'accélération des activités non agricoles, portée principalement par le profil positif de la demande étrangère adressée au Maroc. Toutefois, la contraction de la valeur ajoutée agricole et l'évolution mitigée de la demande intérieure devraient brider le rythme de croissance globale de l'économie marocaine.

En effet, les dernières données du ministère de l'agriculture et de la pêche maritime confirment le profil moyen de la campagne agricole 2013-2014, avec une production céréalière de 68 millions de quintaux, en baisse de presque 30% par rapport à la campagne précédente. Ce fléchissement pourrait être atténué en partie par la bonne performance des autres filières agricoles, particulièrement la branche agrumicole. Néanmoins, la contribution de l'agriculture dans la croissance resterait négative pour l'année en cours. Concernant la campagne agricole 2014-2015, une production céréalière moyenne de 68 millions de quintaux est également retenue dans le scénario central.

En contraste avec le secteur agricole, les activités hors agriculture devraient renouer avec des rythmes de croissance plus encourageants pour l'année 2014, bien qu'en deçà de leur niveau de long terme. Cette consolidation trouve origine dans le redémarrage du secteur industriel et la progression vigoureuse du tourisme, favorisés par une demande étrangère plus prononcée, ainsi que la bonne orientation des autres activités tertiaires. Du côté de la demande, le dynamisme de plus en plus avéré des exportations devrait continuer à porter la croissance nationale pour le reste de l'année en cours. Rappelons à ce niveau que la diversification de l'offre exportable marocaine, qui comprend désormais de nouveaux produits à haute valeur ajoutée, s'est traduite par une hausse de 8% des exportations globales en valeur à fin juillet, dont presque 20% engendré par la performance exceptionnelle du secteur automobile. S'agissant de l'investissement, une quasi-stagnation serait attendue pour l'année 2014 en lien avec l'effort d'investissement public et la dynamique des crédits à l'équipement. Enfin, la consommation finale des ménages au titre de l'année 2014 reste entourée d'incertitudes, alimentées essentiellement par

le recul des revenus des ménages ruraux, la stagnation des transferts des MRE et l'aggravation du chômage depuis le début d'année.

Au regard de ces évolutions, la croissance non agricole devrait avoisiner 3% en 2014 contre 2,3% un an auparavant et l'activité globale progresserait à un rythme proche de 2,5% en raison de la contreperformance de la composante agricole. Comparativement aux prévisions publiées dans le RPM du mois de juin, une légère révision à la baisse a été opérée, attribuée principalement à l'évolution plus modérée qu'anticipé de la demande intérieure.

Les conditions sur le marché du travail se sont détériorées durant le deuxième trimestre de l'année 2014, sous l'effet combiné d'un recul de 0,3 point de pourcentage du taux d'activité et d'une hausse de 0,5 point du taux de chômage comparativement à la même période un an auparavant. Au total, le taux de chômage a progressé de 8,8% à 9,3% sur la même période, renfermant une hausse de 0,4 point des taux de chômage urbain et rural, qui se situent désormais à 14,2% et 3,6% après des niveaux de 13,8% et de 3,2% respectivement.

En ce qui concerne la dynamique d'emploi, le deuxième trimestre de l'année en cours a connu la création de seulement 39.000 nouveaux postes, en forte baisse par rapport au nombre de postes créés un an auparavant (165.000 postes). Les créations les plus importantes ont été relevées en milieu urbain (28.000 postes) alors que le milieu rural n'a pourvu que 11.000 nouveaux postes. Sur le plan sectoriel, les secteurs des « services » et des « BTP » ont contribué à la création de 43.000 et 14.000 nouveaux postes, alors que les branches de « l'industrie y compris l'artisanat » et de « l'agriculture, forêt et pêche » ont accusé des pertes de 11.000 et 7.000 postes respectivement.

Les tensions sur le marché du travail pourraient s'atténuer à court terme, comme le laissent présager les derniers résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM. En effet, les industriels tablent globalement sur une hausse de l'effectif employé pour le trimestre en cours, avec un optimisme plus marqué dans les industries

« agro-alimentaire » ainsi que « chimiques et parachimiques ». Cependant, ils s'attendent à un léger repli de l'emploi dans les branches « électriques et électroniques » de même que pour les industries « textile et cuir ». Dans ces conditions, le scénario central de cet exercice de prévision retient une hausse de 10% SMIG (5% en juillet 2014 et 5% en juillet 2015), conformément aux décisions prises par le gouvernement.

Enfin et au regard de la persistance des tensions géopolitiques en Irak et en Ukraine, la Banque Mondiale a relevé dans son édition du mois de juillet, sa prévision du baril du pétrole qui devra passer de 103 à 106 dollars en 2014 et de 99 dollars à 104\$ au titre de l'année 2015. Pour sa part, le FMI anticipe dans sa mise à jour de juillet, une quasi-stagnation des prix du pétrole à 104,1 dollars le baril en 2014 et une légère hausse des cours à 99,6 dollars/baril en 2015. Les incertitudes entourant ces prévisions sont globalement neutres vu que les préoccupations d'une intensification des tensions géopolitiques sont contrebalancées par le risque d'une croissance plus faible qu'anticipé chez les économies émergentes. Ainsi et tenant compte des dispositions du système d'indexation prévues dans l'arrêté du Chef du Gouvernement n°3.01.14, datant du 15 janvier 2014, le prix du gasoil à la pompe devrait connaître une augmentation progressive sur l'horizon de prévision.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1.6%, soit un niveau supérieur à celui prévu dans le dernier RPM. De même, la prévision de l'inflation pour l'année 2014 fait ressortir un taux moyen de 0,7%, en baisse par rapport à celui anticipé dans l'exercice de juin. Au cours de l'année 2015, la prévision de l'inflation devrait se situer en moyenne autour de 1.9%, soit à un niveau plus élevé que celui communiqué lors du dernier exercice. A noter que ces prévisions

tiennent compte des nouvelles dispositions du système d'indexation partielle des prix de certains produits énergétiques telles que prévues par les arrêtés N°3-01-14 et N°31-14 du gouvernement, ainsi que des nouvelles modalités de facturation et dispositions tarifaires pour l'électricité, l'eau potable et l'assainissement liquide entrées en vigueur à partir du mois d'août 2014.

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).

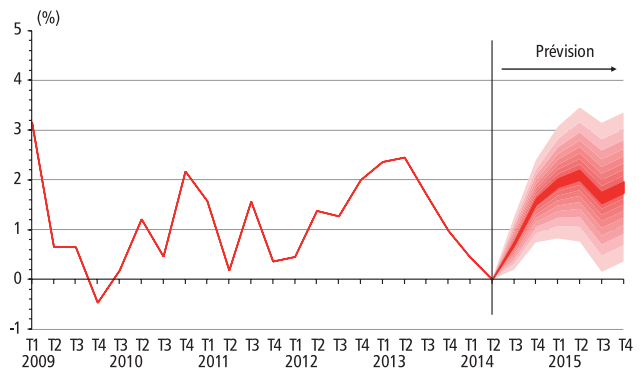
La balance des risques entourant le scénario central de cet exercice est globalement équilibrée. Cette orientation découle, d'une part, des incertitudes entourant les cours des matières premières et de la demande étrangère adressée au Maroc et d'autre part, d'éventuels effets plus prononcés que prévu des relèvements des prix des hydrocarbures et de l'électricité. 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 2014 T3 –2015 T4**

	2014		2015		Moyenne		HP*
	T3	T4	T1	T2	2014	2015	
Prévision centrale (%)	0,7	1,6	1,9	2,1	1,6	1,9	0,7

(Données trimestrielles, en glissement annuel)  
\*(HP) Horizon de prévision

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2014 T3 - 2015 T4 (Données trimestrielles, en glissement annuel)**



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

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

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

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

بنك المغرب  
بنك المغرب