



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 33 / 2014

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 16 décembre 2014





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 16 décembre 2014



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	12
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	15
1.1 Production	15
1.2 Consommation	18
1.3 Investissement	20
1.4 Comptes extérieurs	21
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	23
2.1 Tensions sur les capacités de production	23
2.2 Tensions sur le marché du travail	24
3. Environnement international et prix à l'importation	26
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	26
3.2 Prix des matières premières et inflation	30
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	32
4. Conditions monétaires et prix des actifs	35
4.1 Conditions monétaires	35
4.2 Prix des actifs	42
5. Evolution récente de l'inflation	45
5.1 Evolution de l'inflation	45
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	46
5.3 Biens et services	47
5.4 Indice des prix à la production industrielle	47
5.5 Anticipations d'inflation	48
6. Perspectives de l'inflation	49
6.1 Hypothèses du Scénario de base	49
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	53

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T3 2014-T3 2015	15
Graphique 1.2	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes	16
Graphique 1.3	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires	16
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale	16
Graphique 1.5	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP et des ventes cumulées de ciment	17
Graphique 1.6	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	17
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des transferts MRE	18
Graphique 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 de phosphates.....	21
Graphique 1.13	: Evolution des ventes des secteurs automobile et textile et cuir	22
Graphique 1.14	: Evolution des importations,	22
Graphique 1.15	: Evolution des importations du pétrole brut	22
Graphique 2.1	: Output gap non agricole et celui des principaux pays partenaires	23
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.3	: Evolution du coût unitaire de production.....	23
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail.....	24
Graphique 2.5	: Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité	24
Graphique 2.6	: Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels	25
Graphique 2.7	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	25
Graphique 3.1	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis	26
Graphique 3.2	: Evolution du Spread LIBOR -OIS	26
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	26
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI	27
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	27
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro, en glissement annuel	27
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés	28
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents	28
Graphique 3.9	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	29
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en dollars	30
Graphique 3.11	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie	30
Graphique 3.12	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés	31
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	31
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	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	33
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'importation des produits miniers	33
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'importation des demi-produits	33
Graphique 3.19	: Evolution de l'IPM	33

Graphique 3.20	: Indice des prix à l'importation des produits énergétiques	34
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire	35
Graphique 4.2	: Evolution des taux débiteurs	35
Graphique 4.3	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor	36
Graphique 4.4	: Variation en glissement annuel de M3	36
Graphique E 4.1.1	: Evolution de l'effet des FALB par trimestre	37
Graphique E 4.1.2	: Evolution de l'effet des FALB par mois	37
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	37
Graphique E 4.1.4	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	37
Graphique E 4.1.5	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire	38
Graphique 4.5	: Ecart monétaire	38
Graphique 4.6	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire	38
Graphique 4.7	: Variation en glissement annuel des composantes de M3	39
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel du crédit	39
Graphique 4.9	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit	39
Graphique 4.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	39
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	41
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes	40
Graphique 4.13	: Evolution du taux de change du dirham	41
Graphique 4.14	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham	41
Graphique 4.15	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers	42
Graphique 4.16	: Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat	42
Graphique 4.17	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier	42
Graphique 4.18	: Evolution quotidienne de l'indice MASI	42
Graphique 4.19	: Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI	43
Graphique 4.20	: Evolution de l'encours des Bons du Trésor.....	43
Graphique 4.21	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	43
Graphique 4.22	: Evolution de la structure de l'encours obligataires par émetteur	43
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente,	45
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX.....	46
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	47
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux	47
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	47
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	48
Graphique 5.9	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	48
Graphique 5.10	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	48
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2014 T4 - 2016 T1	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 octobre 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 4.1	: Taux créditeurs	36
Tableau 4.2	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	36
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	45
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers	46
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	46
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés	47
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services	47
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2014 T4 –2016 T1	53

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Exécution budgétaire à fin octobre 2014	19
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	37

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 16 décembre 2014

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 16 décembre 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 d'inflation à l'horizon du premier trimestre 2016.
3. Au plan international, le Conseil a noté la lenteur du rythme de la reprise dans la zone euro où la croissance devrait rester limitée à 0,8% pour 2014 et à 1% en 2015 selon les dernières projections de la BCE. En revanche, aux Etats-Unis, l'activité continue de gagner en vigueur, la croissance devant terminer l'année 2014 avec un taux de 2,2% et s'établir à 3% en 2015 selon les prévisions de la FED de septembre. Cette dynamique se répercute sur le marché du travail qui poursuit son amélioration, avec un taux de chômage de 5,8% en novembre, alors que dans la zone euro, ce taux persiste à un niveau élevé s'établissant à 11,5% en octobre. Pour les principales économies émergentes, l'évolution reste globalement défavorable au troisième trimestre, la croissance ayant ralenti en glissement annuel en Chine et en Inde, tandis qu'au Brésil, le PIB ressort en baisse pour le deuxième trimestre consécutif. S'agissant des cours des matières premières, leur tendance reste marquée par la poursuite du repli des prix des produits énergétiques avec en particulier une diminution pour le Brent de 26% en glissement annuel en novembre. Au niveau de l'inflation, la zone euro continue de faire face à une menace déflationniste, la hausse des prix étant revenue à 0,3% en novembre contre 0,4% un mois auparavant, alors qu'aux Etats-Unis, elle s'est stabilisée à 1,7% en octobre. Dans ce contexte, le Conseil de la BCE a décidé, lors de sa réunion du 4 décembre, de maintenir son taux directeur inchangé et d'entamer le programme d'achat d'actifs pour une durée d'au moins deux ans. Il a également annoncé son engagement unanime à utiliser d'autres instruments non conventionnels si l'inflation reste faible pour une période prolongée. Pour sa part, la FED a annoncé, le 29 octobre, la fin de son programme de rachat d'actifs et le maintien de son taux directeur inchangé pour une période considérable. Globalement, les niveaux faibles de croissance et d'inflation dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc, conjugués à l'orientation baissière des prix des produits pétroliers, dénotent de l'absence de tensions inflationnistes d'origine externe.
4. Au niveau national, la croissance a décéléré à 2,3% au cours du deuxième trimestre contre 5% sur la même période de 2013, sous l'effet d'une baisse de 2,6% de la valeur ajoutée agricole après une progression de 20,2%. En revanche, les activités non agricoles ont confirmé globalement leur mouvement de reprise avec un taux de 3,2%, après 2,6% un trimestre auparavant. Pour l'ensemble de l'année 2014, la croissance devrait rester autour de 2,5% et se situerait, au vu des données actuellement disponibles, à 4,4% en 2015, traduisant la poursuite de la reprise des activités non agricoles et l'amélioration de la valeur ajoutée agricole. Sur le marché du travail, le taux de chômage a augmenté de 0,5 point en glissement annuel au cours du troisième trimestre, s'établissant à 9,6% et ce, en dépit d'une baisse de 0,3 point du taux d'activité. Au total, l'output gap non agricole demeure négatif, indiquant l'absence de tensions inflationnistes émanant de la demande.
5. Les données des comptes extérieurs à fin novembre montrent que le déficit commercial poursuit son redressement avec une baisse de 6,8%. Les exportations ont augmenté globalement de 6,7% et de 8,6% hors phosphates et dérivés, alors que les importations ont enregistré une quasi-stagnation, avec en particulier des baisses de 8,3% de la facture énergétique et de 6,1% des biens d'équipement. En parallèle, les recettes voyages se sont stabilisées à 53,6 milliards, tandis que les transferts des MRE se sont légèrement améliorés de 1,3% à 54 milliards. Sur la base de ces évolutions, compte tenu des entrées en dons des pays du CCG, qui se sont établies à 10,8 milliards à fin novembre, contre 5,1 milliards en 2013, et sous l'hypothèse du maintien des cours du pétrole aux niveaux actuels, le déficit

du compte courant s'atténuerait à 6% du PIB à fin 2014. Il devrait s'améliorer davantage encore en 2015 si en outre la demande étrangère adressée au Maroc poursuit sa dynamique, et pourrait s'établir autour de 5% du PIB. Concernant les opérations du compte capital, les dernières données indiquent une augmentation importante de 10,5% des flux nets d'IDE, portant l'encours des réserves internationales à 177,6 milliards de dirhams à fin novembre et assurant ainsi la couverture de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services. Ce niveau devrait continuer de se renforcer pour s'établir à l'équivalent de 5 mois et 10 jours à fin 2015.

6. Au niveau des finances publiques, le déficit hors privatisation ressort à 44,9 milliards de dirhams à fin octobre, contre 46,7 milliards une année auparavant. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 4,1%, reflétant notamment la hausse des rentrées non fiscales, tandis que les dépenses ont enregistré une augmentation de 3%, recouvrant une baisse de près de 20% des charges de compensation et une hausse de celles des autres biens et services et d'investissement. L'objectif d'un déficit de 4,9% du PIB pour 2014 devrait être atteint avec la perspective de le ramener à 4,3% du PIB conformément aux chiffres du projet de la loi de finances 2015.
7. Au plan monétaire, l'agrégat M3 a enregistré une hausse de 5,3% en octobre contre 4,3% en moyenne au cours du troisième trimestre. Il devrait terminer l'année avec une progression de 5,1%, et s'accélérerait à 5,5% en 2015. L'écart monétaire demeure ainsi négatif, dénotant de l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. Pour le crédit bancaire, son rythme s'est amélioré à 4,6% après 3,8% en moyenne au troisième trimestre. Il avoisinerait 4,5% à fin 2014 et près de 5% en 2015. Sur le marché interbancaire, la mise en œuvre de la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib du 23 septembre d'abaisser le taux directeur de 3% à 2,75% s'est traduite par une baisse du TMP à 2,76% au cours des mois d'octobre et de novembre, après 2,99% en moyenne au troisième trimestre. Quant aux taux débiteurs, les dernières données disponibles, qui sont antérieures à la décision de la Banque, indiquent une légère hausse de 5 points de base à 6,03% au troisième trimestre 2014. Par ailleurs, le taux de change effectif du dirham s'est déprécié de 0,21% en termes nominaux et s'est apprécié de 0,4% en termes réels au troisième trimestre.
8. Sur le marché immobilier, après une baisse de 2,7% en glissement annuel au deuxième trimestre, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est accru de 1% au troisième trimestre, résultat d'une appréciation des prix du foncier et des biens commerciaux. En revanche, l'indice des biens résidentiels n'a pas connu de variation significative, en glissement annuel, pour le deuxième trimestre consécutif.
9. Au niveau des prix à la consommation, l'inflation continue d'évoluer à des niveaux bas, s'établissant à 0,3% sur les dix premiers mois de l'année, contre 2,1% pour la même période de 2013. Cette tendance reflète principalement le recul de 6,6% des prix des produits alimentaires volatils, contre une progression de 4,8%, et la décélération de 1,5% à 1,1% de l'inflation sous-jacente. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont accusé une nouvelle baisse de 2,7% en octobre après 2,5% en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année.
10. Sur la base de l'ensemble de ces données et tenant compte d'une part de la hausse du SMIG entrée en vigueur en juillet 2014 et de celle devant intervenir en juillet 2015, et d'autre part des révisions des tarifs d'eau et d'électricité, ainsi que des prévisions des cours des produits pétroliers, l'inflation devrait continuer à évoluer à des taux relativement bas avec une balance des risques équilibrée. Elle devrait s'établir à 0,4% pour l'ensemble de l'année 2014, à 1,2% en moyenne en 2015 et à 1,3% au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2016.
11. Tenant compte de cette prévision centrale d'inflation, de l'objectif de maintenir le déficit budgétaire à des niveaux soutenables, de la poursuite de l'amélioration du niveau des réserves de change, et en vue de soutenir davantage encore la reprise de l'activité économique, le Conseil a décidé d'abaisser une nouvelle fois le taux directeur de 25 points de base à 2,5%.

-
12. Le Conseil a en outre examiné et approuvé la stratégie de placement des réserves de change pour l'année 2015.
13. De même, après avoir passé en revue le rapport du Comité d'audit, le Conseil a approuvé le programme d'audit interne pour l'exercice 2015.
14. Le Conseil a également examiné et validé le budget de l'exercice 2015.
15. Le Conseil a enfin arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2015 comme suit :

24 mars 2015

16 juin 2015

22 septembre 2015

22 décembre 2015

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du troisième trimestre 2014, l'activité économique est demeurée faible dans la zone euro, avec une stagnation de la croissance à 0,8% en glissement annuel, recouvrant notamment une décélération de 1,4% à 1,2% en Allemagne et une accélération relative de 0% à 0,4% en France et de 1,3% à 1,6% en Espagne, alors qu'en Italie, la baisse du PIB est passée de 0,3% à 0,4%. Au Japon, la contraction du PIB s'est sensiblement accentuée, passant de 0,1% à 1,1%. En revanche, aux Etats-Unis, l'activité continue de gagner en vigueur bien que le rythme de la croissance ait légèrement baissé d'un trimestre à l'autre, revenant de 2,6% à 2,4%. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance est revenue de 7,5% à 7,3% en Chine, de 5,7% à 5,3% en Inde, tandis qu'au Brésil, la diminution du PIB s'est atténuée de 0,9% à 0,2%. Tenant compte de ces évolutions et de la persistance de certains risques relatifs notamment aux tensions géopolitiques, la Commission européenne a revu à la baisse en novembre ses prévisions pour la zone euro de 1,2% à 0,8% pour 2014 et de 1,7% à 1,1% pour 2015.

Sur le marché du travail, la situation continue de s'améliorer aux Etats-Unis avec une création de 321 mille emplois en novembre et un taux de chômage à 5,8%, soit son plus bas niveau depuis le mois d'août 2008. En revanche, dans la zone euro, ce taux s'est établi à 11,5%, stable d'un mois à l'autre.

Au plan financier, les taux souverains étaient en baisse, entre octobre et novembre, pour la plupart des pays avancés. En parallèle, sur les marchés boursiers, les principaux indices sont ressortis en hausse et leur volatilité s'est atténuée. De même, le MSCI EM s'est inscrit en augmentation, reflétant notamment les appréciations des indices de la Chine, de la Turquie et de l'Inde.

En termes de décisions de politique monétaire, le conseil de la BCE a décidé lors de sa réunion du 4 décembre, de maintenir son taux directeur à 0,05% et a annoncé que la durée du programme de rachat d'actifs qu'il a entamé sera d'au moins deux ans. La FED a pour sa part mis fin, le 29 octobre, à son programme de rachat d'actifs et a annoncé le maintien de son taux directeur à son niveau actuel pour une période considérable. Elle n'a toutefois pas exclu de procéder à son relèvement plus tôt que prévu si des progrès vers l'utilisation maximale des capacités du marché du travail et l'atteinte de la cible d'inflation s'avèrent plus rapides qu'anticipé. Contrairement à la FED, la Banque du Japon a décidé le 19 novembre de maintenir ses nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif après avoir augmenté ses achats d'actifs et élargi son programme en octobre. En revanche, la banque centrale de Chine a abaissé le 21 novembre, pour la première fois depuis deux ans, son taux directeur le ramenant à 5,6%, soit une baisse de 40 points de base.

Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel s'est stabilisé à 6,5% en octobre aux Etats-Unis, et sa contraction s'est légèrement atténué de 1,2% à 1,1% dans la zone euro.

Sur les marchés des matières premières, les cours se sont globalement inscrits en baisse, avec en particulier un repli du prix du Brent de 26%, en glissement annuel, en novembre. L'indice des prix des produits agricoles a accusé une diminution de 9%, tandis que les cours des métaux de base ont enregistré une hausse de 6,4%. Pour les phosphates et dérivés, leurs prix ressortent en baisse de 4,6% pour le phosphate brut et en hausse de 28,9% pour le DAP.

Dans ces conditions, les pressions déflationnistes continuent de peser sur la zone euro, avec un taux d'inflation revenant de 0,4% à 0,3% en novembre, selon une première estimation d'Eurostat. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est stabilisée en octobre à 1,7%, pour le troisième mois consécutif.

Globalement, la lenteur du rythme de la reprise économique dans la zone euro, les faibles niveaux d'inflation chez les principaux pays partenaires et le recul des prix des produits pétroliers laissent indiquer l'absence de tensions inflationnistes d'origine externe à moyen terme.

Au plan national, la croissance s'est établie à 2,3% au deuxième trimestre 2014 contre 5% sur la même période une année auparavant, résultat d'un recul de 2,6% de la valeur ajoutée agricole contre une progression de 20,2% au même trimestre de 2013. Pour sa part, le PIB non agricole a enregistré une hausse de 3,2% au lieu de 2,9%. Pour l'ensemble de l'année 2014, la croissance devrait rester limitée

à 2,5%, avec un repli de la valeur ajoutée agricole de 2,4% et une croissance non agricole de 3,2%. La poursuite prévue de l'amélioration des activités non agricoles et la hausse de la valeur ajoutée agricole devraient porter le taux de croissance à 4,4% en 2015. Sur le marché du travail, en dépit d'une baisse de 0,3% du taux d'activité au troisième trimestre, le taux de chômage a augmenté de 0,5 point par rapport au même trimestre de l'année précédente, s'établissant à 9,6%. Il est passé de 14% à 14,5% en milieu urbain et de 3,7% à 4,1% en zones rurales. Par ailleurs, les données de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie montrent que le taux d'utilisation des capacités dans le secteur industriel est resté stable à 69% en octobre. Dans ces conditions, l'output gap non agricole continuerait d'afficher des valeurs négatives, indiquant l'absence de tensions inflationnistes émanant de la demande à moyen terme.

Au niveau des comptes extérieurs, l'amélioration de la balance commerciale se poursuit avec un allègement de son solde de 6,8% à fin novembre par rapport à la même période de 2013, résultat d'une augmentation de 6,7% des exportations, alors que les importations ont quasiment stagné. En effet, la baisse des expéditions de phosphates et dérivés s'est sensiblement atténuée s'établissant à 0,7% contre 21,5%, et les exportations des autres secteurs ont poursuivi leur amélioration, avec notamment une progression de 27,5% des ventes du secteur automobile, de 25,3% de celles du secteur électronique et de 4,6% des expéditions du secteur agricole et agroalimentaire. S'agissant des importations, la facture alimentaire s'est alourdie de 15,6% et les achats de biens de consommation ont augmenté de 7,8%. En revanche, les importations des produits énergétiques ont diminué de 8,3% et celles des biens d'équipement de 6,1%. En parallèle, les recettes de voyages se sont stabilisées à 53,6 milliards de dirhams tandis que les transferts MRE ont légèrement augmenté, de 1,3%. Sur la base de ces évolutions, le déficit du compte courant devrait se situer autour de 6% du PIB à fin 2014 et devrait poursuivre son amélioration pour s'établir en deçà de 5% à fin 2015. Pour ce qui est des opérations du compte capital, les données disponibles à fin novembre indiquent une amélioration, de 10,5%, des flux nets des investissements directs étrangers, s'établissant à 26,1 milliards de dirhams. Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 177,6 milliards de dirhams à fin novembre, soit l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services et devrait continuer de s'améliorer en 2015 pour assurer la couverture de près de 5 mois et 10 jours d'importations de biens et services.

Sur le volet des finances publiques, les opérations du Trésor se sont soldées, à fin octobre, par un déficit, hors privatisation, de 44,9 milliards, contre 46,7 milliards une année auparavant, et un objectif fixé à 46,6 milliards à fin décembre 2014. Les recettes ordinaires ont enregistré une hausse de 4,1%, alors que la progression des dépenses s'est limitée à 3%, avec notamment un repli de 19,8% des dépenses de compensation et un accroissement de 11,5% de celles d'investissement.

Sur le plan monétaire, le rythme de progression de l'agrégat M3 s'est accéléré de 4,3% au cours du troisième trimestre à 5,3% à fin octobre. L'écart monétaire ressort encore négatif et devrait le rester à moyen terme. Le crédit bancaire a enregistré une hausse de 4,6% en glissement annuel, après 3,8% en moyenne au troisième trimestre, reflétant l'accélération du rythme d'accroissement de l'ensemble de ses catégories et plus particulièrement les prêts à l'équipement, notamment ceux destinés aux sociétés non financières publiques. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux interbancaire est revenu de 2,99% au troisième trimestre à 2,76% en moyenne durant les mois d'octobre et novembre, suite à la décision du Conseil de Bank Al-Maghrib, le 23 septembre, d'abaisser le taux directeur de 3% à 2,75%. En ce qui concerne les taux débiteurs, les dernières données disponibles sont antérieures à la décision de la Banque et indiquent une légère hausse de 5 points de base à 6,03% au troisième trimestre 2014. En parallèle, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et à 12 mois a affiché une baisse de 10 points de base entre octobre et sa moyenne au cours du troisième trimestre, s'établissant à 3,70%. Par ailleurs, le taux de change effectif du dirham s'est déprécié au troisième trimestre comparativement au trimestre précédent de 0,21% en termes nominaux et s'est apprécié de 0,4% en termes réels.

Au niveau du marché des actifs, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré au troisième trimestre une hausse de 1,0% en glissement annuel, après une baisse de 2,7% un trimestre auparavant. Cette augmentation reflète une progression de 3,4% pour le foncier, après un recul de 8,4%, et un accroissement

de 2,6%, après 3,3%, des biens commerciaux. En parallèle, le prix des actifs résidentiels n'a pas connu de variation significative pour le deuxième trimestre consécutif. Sur le marché boursier, en dépit d'une baisse de 3,6% en novembre, le MASI a affiché une performance de 9,45% durant les onze premiers mois de l'année. En revanche, la liquidité au niveau de la bourse de Casablanca reste faible, le volume de transactions ayant accusé depuis le début de l'année une baisse de 17% par rapport à la même période de l'année précédente, s'établissant à 36,4 milliards. Ces évolutions indiquent une absence de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire et 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'évoluer à des niveaux bas, mais relativement supérieurs à ceux enregistrés au cours des trois premiers trimestres de l'année, soit 0,6% en octobre contre 0,2% en moyenne. Au total, sur les dix premiers mois de l'année, l'inflation s'est établie à 0,3% contre 2,1% pour la même période de 2013. Cette évolution s'explique principalement par le recul des prix des produits alimentaires volatils de 6,6% en moyenne contre une progression de 4,8% au cours de la même période de 2013. Elle est attribuable également à la baisse de 1,5% à 1,1% de l'inflation sous-jacente, sous l'effet essentiellement de la baisse des prix des huiles et des viandes fraîches. Pour ce qui est des prix à la production des industries manufacturières, ils ont poursuivi leur baisse entamée depuis début 2013, en relation notamment avec la baisse des cours mondiaux des matières premières, affichant ainsi un recul annuel de 2,7% en octobre après un repli de 2,5% en moyenne sur les neuf premiers mois de l'année.

Sur la base de l'ensemble de ces évolutions et tenant compte de l'effet des hausses du SMIG des mois de juillet 2014 et 2015, 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 0,4% pour l'ensemble de l'année 2014, à 1,2% en moyenne sur les six prochains trimestres et à 1,3% au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2016.

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

La croissance économique s'est établie à 2,3%, au deuxième trimestre 2014, contre 5% à la même période une année auparavant. Cette évolution reflète un recul de 2,6% de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 3,1% de celle non agricole. Au troisième trimestre, la progression du PIB se serait établie à 2,8%, tirée par l'accroissement de 3,3% du PIB non agricole alors que la valeur ajoutée agricole aurait accusé une baisse de 2%. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages a progressé de 2,7% au deuxième trimestre 2014, après 3,2% un an auparavant, ramenant ainsi sa contribution à la croissance d'une année à l'autre de 2 points à un point de pourcentage. Tenant compte de ces évolutions, la croissance nationale pour l'ensemble de l'année devrait avoisiner 2,5%, recouvrant un repli de la valeur ajoutée agricole et une hausse de la croissance non agricole à 3,2%. Pour 2015, l'amélioration prévue des activités, aussi bien, agricoles que non agricoles devrait porter la croissance à 4,4%. Ces prévisions restent toutefois entourées de plusieurs incertitudes, liées notamment, à l'évolution des cours des matières premières et à l'activité chez les principaux partenaires du Maroc.

1.1 Production

La croissance nationale s'est établie à 2,3%, au deuxième trimestre 2014, contre 1,9% au trimestre précédent, et 5% au même trimestre de 2013. Cette évolution recouvre une hausse de 3,2% de la croissance non agricole et un repli de 2,6% de la valeur ajoutée agricole.

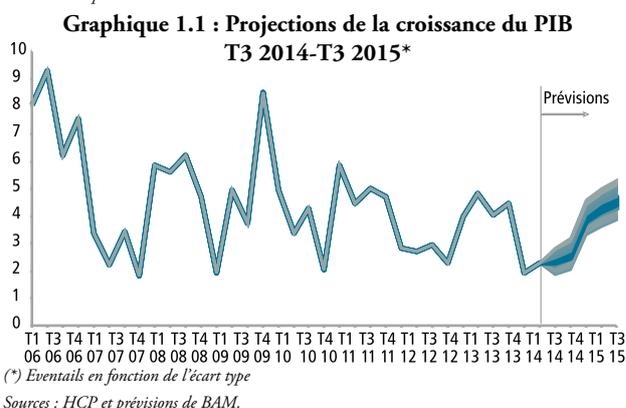
Les dernières données disponibles laissent entrevoir une accélération de la croissance à 2,8% au cours du deuxième semestre de l'année en cours. Cette évolution reflèterait une stabilisation à 3,3% de la croissance non agricole et une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole. Sur l'ensemble de l'année 2014, les prévisions présentées dans le cadre du dernier rapport sur la politique monétaire sont maintenues inchangées, la croissance devant s'établir autour de 2,5%.

Au niveau du secteur primaire, le démarrage de la campagne agricole 2014-2015 se déroule dans des conditions climatiques relativement meilleures que celles de l'année précédente. En effet, le cumul pluviométrique a atteint 48 mm au 10 novembre 2014, en augmentation de 89% comparativement à la même période de 2013 et le taux de remplissage des barrages à usages agricoles est passé de 69,3% à 86,9%. S'agissant de l'activité de la pêche côtière et artisanale, les données des huit premiers mois de l'année font ressortir une stagnation des quantités commercialisées,

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			
	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII _p	TIV _p
Agriculture	-11.4	15.8	20.2	18.7	21.2	-2.3	-2.6	-2.0	-2.1
VA non agricole	4.0	1.8	2.6	1.5	2.0	2.6	3.1	3.3	3.2
Industrie extractive	-3.7	-3.5	1.7	-2.9	-6.6	6.4	6.8	7.7	6.2
Industrie de transformation	0.1	0.6	1.1	-0.7	2.3	0.9	1.3	1.3	1.5
Electricité et eau	-1.3	-4.8	-1.1	1.7	5.8	3.8	5.0	3.3	3.8
Bâtiment et travaux publics	-1.3	-2.7	-1.3	3.8	6.0	0.3	0.2	-0.3	-0.5
Commerce	1.4	0.2	1.6	1.0	1.9	1.4	1.7	1.7	1.6
Hôtels et restaurants	8.8	5.4	6.2	3.2	3.7	6.6	3.9	3.0	3.3
Transports	4.3	-0.3	3.0	3.3	2.9	5.0	5.6	5.3	5.1
Postes et télécommunications	28.6	5.9	3.2	1.4	1.4	4.9	7.0	8.5	8.5
Administration publique générale et sécurité sociale	6.1	6.0	6.0	1.7	0.0	2.6	2.2	3.5	4.0
Autres services*	5.5	3.1	3.3	2.6	2.7	4.0	4.2	4.5	4.6
Impôts sur les produits nets des subventions	5.0	5.1	6.4	6.8	5.8	2.7	3.7	2.5	2.5
PIB hors agriculture	4.1	2.1	2.9	2.0	2.3	2.6	3.2	3.3	3.3
Produit intérieur brut	2.0	3.8	5.0	4.1	4.6	1.9	2.3	2.8	2.8

(*) 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.



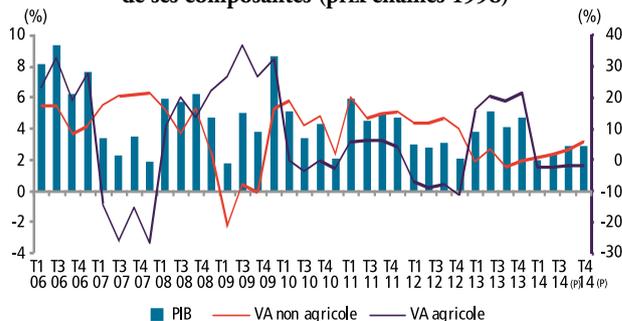
avec une progression de 2% des volumes pour les poissons blancs et pélagiques, et une diminution de 28% pour les céphalopodes.

Les activités secondaires devraient également s’inscrire en amélioration au cours du troisième trimestre de l’année 2014, avec un taux d’accroissement de 1,8% contre 0,4% un an auparavant.

La valeur ajoutée de l’industrie extractive aurait connu un taux de croissance de 7,7% au troisième trimestre contre un repli de 2,9% au même trimestre une année auparavant. La production marchande de phosphate brut s’est accrue selon les données de l’OCP, en glissement annuel, de 12,8% à fin novembre 2014, après un recul de 2,2% à la même période une année auparavant. En outre, les exportations en volume de phosphate brut ont connu un quasi stagnation à fin novembre, dans un contexte de poursuite de la hausse des prix entamée depuis le début de l’année, passant à 115 dollars la tonne en octobre contre 102,2 dollars en début d’année.

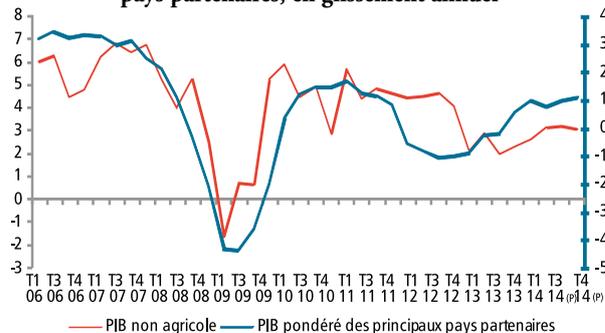
De son côté, la valeur ajoutée des industries manufacturières aurait maintenu le même rythme de progression que celui enregistré un trimestre auparavant, soit 1,3%. Les ventes d’électricité à haute et moyenne tensions, destinées principalement aux industriels, se sont redressées de 4,7% au troisième trimestre contre une régression de 0,4% un an auparavant. En outre, les données des échanges extérieurs arrêtées à fin novembre font ressortir une hausse des exportations de 27,5% pour l’automobile et de 25,3% pour l’électronique. Par ailleurs, le taux d’utilisation des capacités dans l’industrie s’est établi à 69%, soit un niveau identique à celui du mois précédent. En parallèle, les données relatives à l’emploi, font état d’une création nette de 58.000 postes au troisième trimestre, dont 31.000 postes dans le secteur industriel. Tenant compte de ces évolutions, la progression sur l’ensemble de l’année de la valeur ajoutée du secteur devrait s’établir à 1,2%, taux supérieur à la moyenne de l’année

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



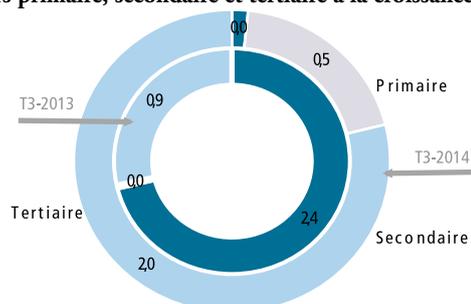
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

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.

précédente, mais largement en deçà de sa performance de long terme.

Concernant la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau », elle se serait améliorée de 3,3% au troisième trimestre contre 1,7% au même trimestre une année auparavant. Les ventes totales d'électricité ont enregistré une hausse de 4,4% au lieu de 0,6% un an auparavant. Sous l'hypothèse du maintien des tendances observées, la valeur ajoutée de cette branche devrait enregistrer une augmentation de 3,8% au quatrième trimestre.

S'agissant du BTP, sa valeur ajoutée aurait reculé de 0,3% au troisième trimestre 2014, après une légère hausse de 0,2% au trimestre précédent.

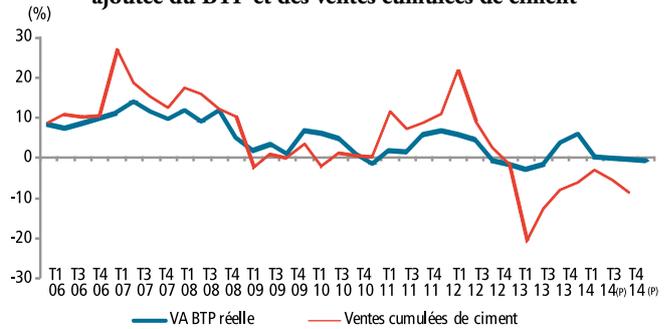
Les ventes de ciments ont poursuivi leur baisse mais en nette atténuation avec un repli de 8,7% au troisième trimestre et de 5,1% à fin octobre 2014. De même, les crédits accordés aux promoteurs immobiliers ont enregistré une atténuation de la baisse de 6,2% à fin septembre à 4,2% à fin octobre.

Pour ce qui est du secteur tertiaire, la valeur ajoutée des postes et télécommunication aurait cru de 8,5% au troisième trimestre et devrait maintenir le même rythme de progression pour le reste de l'année. En effet, les données du troisième trimestre 2014 indiquent une augmentation de 7,1% du parc de la téléphonie mobile et de 62,8% de celui d'internet.

Les valeurs ajoutées des branches du commerce et du transport, étroitement liées aux autres secteurs, devraient croître au même rythme enregistré au trimestre précédent, soient 1,7% et 5,3%, respectivement.

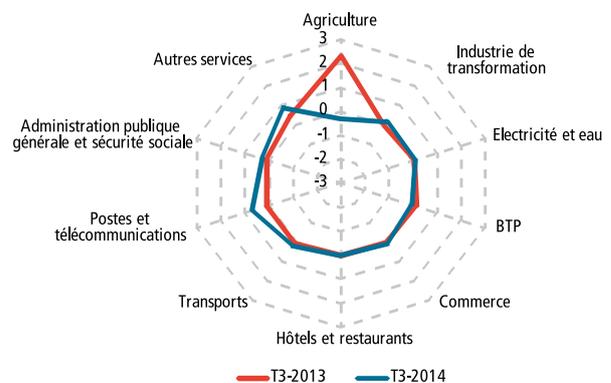
En parallèle, la valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » devrait enregistrer un léger ralentissement par rapport au trimestre précédent et au troisième trimestre de l'année précédente, avec un taux de croissance de 3%

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.

après 3,9% et 3,2% respectivement. En effet, les recettes voyages ont enregistré un repli de 1,4% après une augmentation de 1,5% au troisième trimestre 2013. En outre, les arrivées aux postes frontières ont connu un ralentissement à 2,4%, après 14,1% au même trimestre de l'année dernière. Au quatrième trimestre 2014, la croissance de la valeur ajoutée de la branche s'établirait à 3,3%.

Sur l'ensemble de l'année 2014, les perspectives de croissance demeurent inchangées par rapport au dernier RPM de septembre 2014. La croissance nationale devrait s'établir autour de 2,5%, recouvrant une baisse de la valeur ajoutée agricole et une hausse de la croissance non agricole qui devrait s'établir à près de 3,2%.

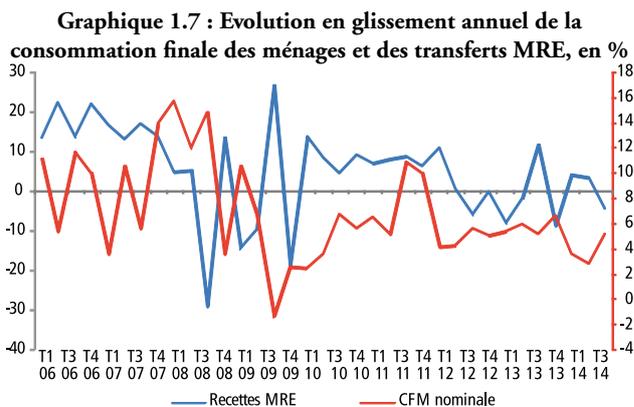
Pour 2015, l'amélioration prévue des activités, aussi bien, agricoles que non agricoles devrait porter la croissance à 4,4%. Ces prévisions restent toutefois entourées de plusieurs incertitudes, liées notamment, à l'évolution des cours des matières premières et à l'activité chez les partenaires traditionnels du Maroc.

1.2 Consommation

À prix constants, la consommation finale des ménages s'est accrue de 2,7% au deuxième trimestre, contre 3,2% au même trimestre de l'année précédente. Pour le reste de l'année, elle devrait maintenir un rythme de progression en deçà de sa performance de long terme. En effet, selon les résultats du troisième trimestre de l'enquête de conjoncture auprès des ménages, l'indice de confiance des ménages s'est inscrit en baisse de 0,9 point par rapport au trimestre précédent et de 2,3 points par rapport au même trimestre une année auparavant.

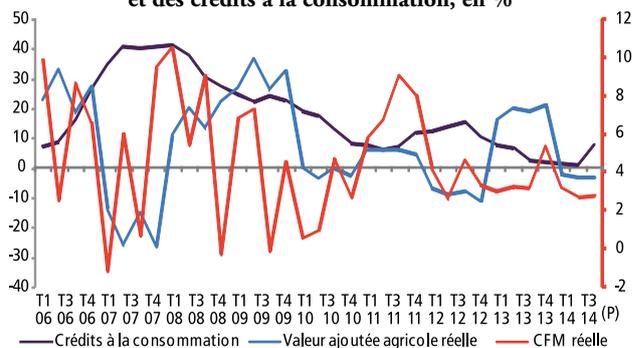
En outre, le taux de chômage est passé de 9,1% au troisième trimestre 2013 à 9,6% au même trimestre de cette année, recouvrant une hausse aussi bien en milieu rural qu'en milieu urbain. Par ailleurs, les recettes de la TVA intérieure ont accusé une baisse de 9,5%.

Au deuxième trimestre 2014, l'évolution de la consommation des administrations publiques



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

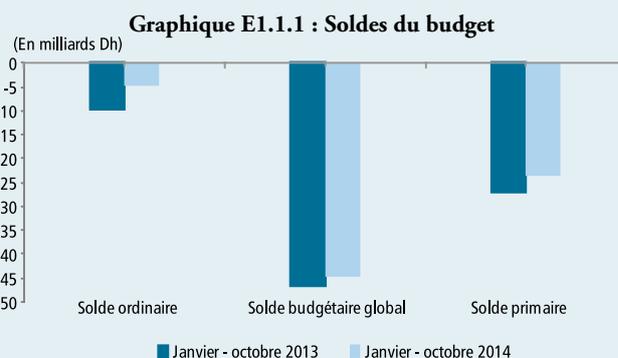
Graphique 1.8 : Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation, en %



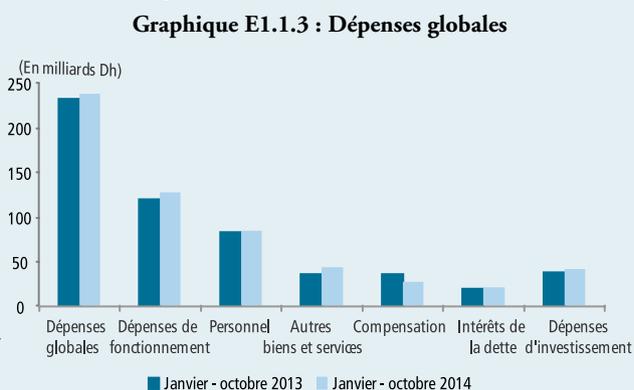
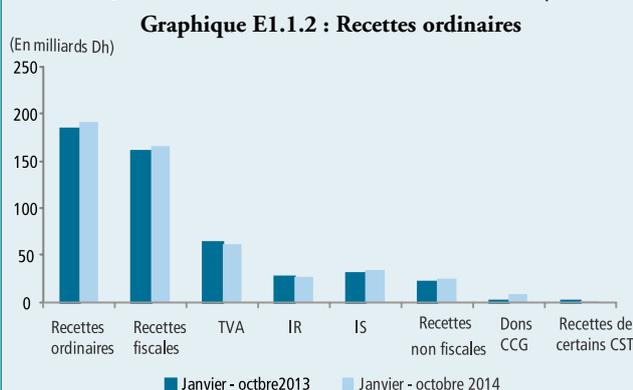
Sources : HCP, BAM, calculs et prévisions de BAM.

Encadré 1.1 : Exécution budgétaire à fin octobre 2014

A fin octobre 2014, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un déficit, hors privatisation, de 44,9 milliards au lieu de 46,7 milliards une année auparavant. Ce résultat est attribuable à une augmentation de 4,1% des recettes ordinaires, liée aussi bien aux recettes fiscales que non fiscales, contre un accroissement plus contenu des dépenses globales en raison principalement de l'allègement de la charge de compensation. Pour sa part, le solde ordinaire est ressorti négatif à 4,7 milliards, en diminution de moitié par rapport à octobre 2013.



En hausse de 4,1%, les recettes ordinaires du Trésor ont totalisé 191,6 milliards, résultat de la hausse de 2,8% des recettes fiscales à 164,8 milliards et de 23,7% de celles non fiscales, hors privatisation, à 26,6 milliards. L'amélioration de ces dernières est attribuable principalement à la progression des impôts directs et des droits d'enregistrement et de timbre. En effet, ces derniers ont généré une recette de 12,9 milliards, en accroissement de 24,8%, attribuable en partie par la réalisation d'une rentrée de 1,4 milliard au titre de la cession d'une partie du capital de Maroc Télécom. Le produit des impôts directs a augmenté de 3% à 62,8 milliards, consécutivement à l'accroissement de 1% des recettes de l'IR à 28,1 milliards et de 7,9% des rentrées de l'IS à 33,6 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 réalisée au mois de mai. Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont légèrement baissé de 0,2% à 82,7 milliards de dirhams recouvrant des évolutions opposées de la TVA et de la TIC. En effet, le produit de la TVA a baissé de 2,2% à 62,6 milliards, recouvrant une diminution de 9,5% à 23,3 milliards de la TVA à l'intérieur et une amélioration de 2,6% à 39,3 milliards de celle sur les importations. En revanche, les recettes de la TIC a connu une augmentation de 6,8%, procurant 20,1 milliards, tirée principalement par les rentrées provenant des produits énergétiques qui se sont accrues de 9% à 12 milliards. De même, les recettes des droits de douane ont marqué une hausse de 3% à 6,5 milliards.



En regard, les dépenses globales ont atteint 238,1 milliards de dirhams, en augmentation de 3%, reflétant l'accroissement de 11,5% des dépenses d'investissement à 41,7 milliards et de 1,4% des dépenses ordinaires à 196,3 milliards, la charge de compensation ayant été en repli de 19,8% à 28,6 milliards. Les dépenses de fonctionnement se sont ainsi alourdies de 7,1% à 127,7 milliards, incorporant l'accroissement de 19,8% à 43,2 milliards des charges au titre des autres biens et services et de 1,6% des dépenses de personnel à 84,5 milliards. Quant aux charges en intérêts de la dette, elles ont progressé de 8,4% à 21,3 milliards, recouvrant une hausse de 11,3% à 18,2 milliards des intérêts sur la dette intérieure et une baisse de 6,1% à 3,1 milliards de ceux sur la dette extérieure.

Compte tenu du remboursement des arriérés de paiement pour un montant de 3,5 milliards, ramenant le stock à fin octobre 2014 à 13,8 milliards, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 48,3 milliards au lieu de 50 milliards à fin octobre 2013. Outre la recette de privatisation de 2 milliards et en raison d'un flux net extérieur positif de 7,8 milliards, le Trésor a levé sur le marché domestique un montant net de 38,5 milliards, contre 43 milliards durant la même période en 2013.

s'est stabilisée pour le troisième trimestre consécutif à 2,9%, en décélération par rapport à la même période une année auparavant. A court terme, elle devrait maintenir son rythme d'évolution. La situation des charges et ressources du Trésor à fin octobre montre une progression de 7,1% des dépenses de fonctionnement reflétant des accroissements de 1,6% et de 19,8% des dépenses de personnel et des autres biens et services, respectivement.

1.3 Investissement

Après une hausse de 0,9% au premier trimestre, l'investissement a enregistré, à prix constants, une diminution de 0,7% au deuxième trimestre de 2014. Sur l'ensemble de l'année, il devrait enregistrer, pour la deuxième année consécutive, une quasi-stagnation.

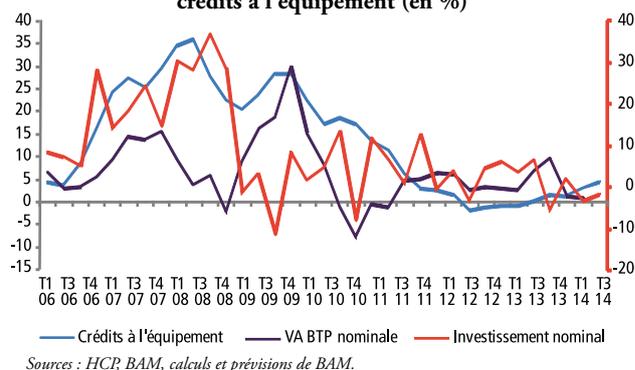
Les principaux indicateurs disponibles font ressortir des évolutions divergentes. En effet, les données à fin novembre de l'Office des changes, indiquent un repli de 6,1% et un accroissement de 10,5%, respectivement, des importations des biens d'équipement et des flux d'IDE. Cependant, la situation monétaire au terme des dix premiers mois de l'année fait ressortir une hausse de 6,8% des crédits à l'équipement contre une progression de 0,8% une année auparavant.

Pour ce qui est de l'investissement dans les BTP, les crédits immobiliers se sont inscrits en ralentissement passant en une année de 4,8% à 2,6%, recouvrant un ralentissement de 7,5% à 5,2% des crédits à l'habitat et une accentuation de la baisse de ceux octroyés aux promoteurs, passant de 2,1% à 4,2%. Toutefois, les données à fin octobre montrent une relative accélération des crédits immobiliers et une atténuation de la baisse de ceux destinés aux promoteurs.

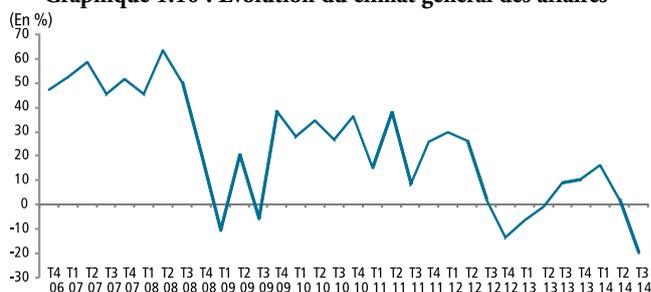
Concernant la situation des charges et ressources du Trésor, les données arrêtées à fin octobre font ressortir un accroissement de 11,5% de l'investissement du Trésor contre 11% l'année précédente.

A court terme, l'investissement public devrait maintenir son dynamisme au regard de la matérialisation de l'effet de base induit par la coupe budgétaire opérée en 2013.

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



Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires*



1.4 Comptes extérieurs

A fin novembre 2014, le déficit commercial s'est atténué, par rapport à la même période de 2013, de 6,8% à 170 milliards de dirhams. Cette évolution s'explique par la progression de 6,7% des exportations à 180,7 milliards de dirhams et la quasi-stagnation des importations. Le taux de couverture s'est, ainsi, amélioré 3,3 points, passant de 48,2% à 51,5%.

S'agissant des exportations, à l'exception des ventes de phosphates et dérivés, dont la baisse s'est sensiblement atténuée, s'établissant à 0,7% contre 21,5% sur la même période un an auparavant, les expéditions des autres secteurs ont connu des améliorations. En effet, les ventes du secteur automobile se sont accrues de 27,5% à 36,9 milliards de dirhams, suite à l'augmentation des ventes de la construction automobile de 59,9%. De même, les exportations du secteur électronique ont augmenté de 25,3% et celles du secteur agricole de 4,6%, en relation principalement avec l'accroissement des ventes des industries alimentaires de 6,2%. En parallèle, les livraisons du secteur de textile et cuir ont crû de 3,5%, traduisant essentiellement la hausse de 5% des ventes de vêtements confectionnés.

En regard, les importations sont restées quasiment stables à 350,7 milliards de dirhams. La facture alimentaire s'est accrue de 15,6%, sous l'effet de la hausse de 49,4% des approvisionnements en blé et les acquisitions de biens de consommation ont augmenté de 7,8% à 64,2 milliards de dirhams, suite notamment à la hausse de 9% des importations de voiture de tourisme et de 16,7% de celles des tissus et fils de fibres. De même, les achats de produits bruts ont crû de 8,3% à 18 milliards, en relation, principalement, avec l'accroissement de 26,6% des achats de soufre brut. En revanche, les achats de produits énergétiques ont baissé de 8,3% à 85,4 milliards de dirhams. En particulier, les acquisitions de pétrole brut ont accusé un repli de 22,6% et celles du gasoil et fuel ont diminué de 5,5%. De leur côté, les achats de biens d'équipement ont baissé de 6,1% à 70,4 milliards, suite au

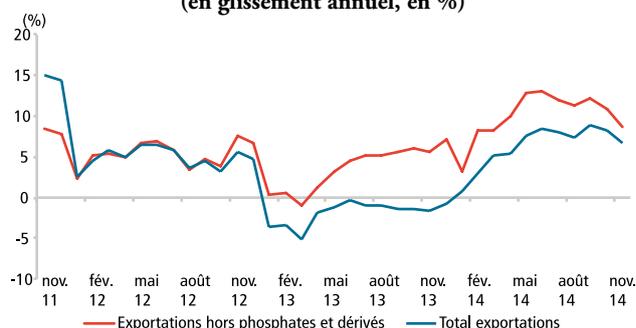
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin novembre 2014

(En millions de dirhams)	janv.-nov. 2013	janv.-nov. 2014*	janv.-nov. 2013/2012		janv.-nov. 2014/2013	
	Montant	Montant	Montant	%	Montant	%
Exportations	169 401	180 692	9,0	0,0	11 291	6,7
Exportations de phosphates et dérivés	34 944	34 701	-9 594,0	-21,5	-243	-0,7
Exportations hors phosphates et dérivés	134 457	145 991	9 603,0	7,7	11 534	8,6
Automobile	28 965	36 934	5 606,0	24,0	7 969	27,5
Electronique	6 452	8 084	-2,0	0,0	1 632	25,3
Aéronautique	6 611	6 667	360,0	5,8	56	0,8
Textile et cuir	29 533	30 568	-652,0	-2,2	1 035	3,5
Agriculture et Agro-alimentaire	31 689	33 158	2 724,0	9,4	1 469	4,6
Importations	351 814	350 697	-3 548,0	-1,0	-1 117	-0,3
Produits alimentaires	33 107	38 261	-4 869,0	-12,8	5 154	15,6
Biens de consommation	59 522	64 154	-770,0	-1,3	4 632	7,8
Produits bruts	16 649	18 035	-4 377,0	-20,8	1 386	8,3
Demi-produits	74 315	74 156	2 999,0	4,2	-159	-0,2
Biens d'équipement	75 033	70 429	7 468,0	11,1	-4 604	-6,1
Importations de produits énergétiques	93 163	85 441	-4 025,0	-4,1	-7 722	-8,3
Importations hors énergie	258 651	265 256	477,0	0,2	6 605	2,6
Déficit commercial	182 413	170 005	-3 557	-1,9	-12 408	-6,8

* Données préliminaires.

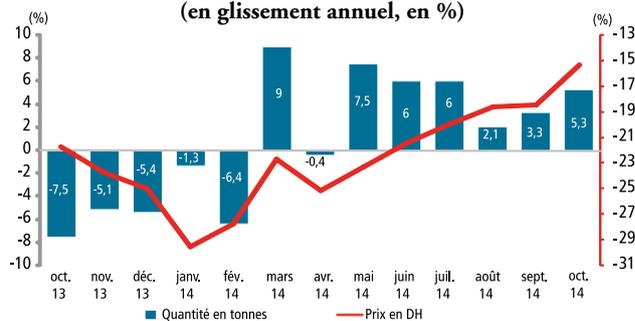
Source : OC.

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



Source : OC.

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



Source : OC.

recul des importations de voitures industrielles de 16,3% et des machines à trier de 55,6%.

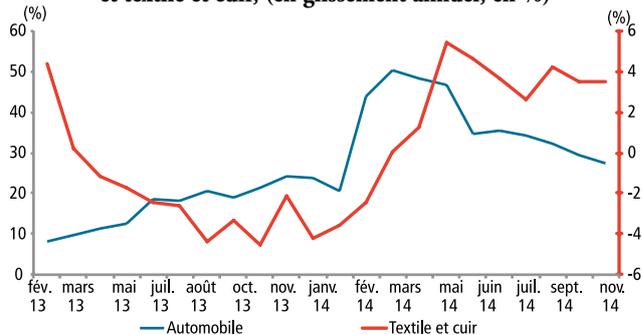
Pour les autres rubriques du compte courant, les transferts MRE ont enregistré une légère amélioration de 1,3% et les recettes de voyages se sont stabilisées à 53,6 milliards de dirhams.

Tenant compte de ces évolutions et des entrées au titre des dons, le déficit du compte courant devrait se situer pour 2014 autour de 6% du PIB et devrait poursuivre son amélioration pour s'établir en deçà de 5% en 2015.

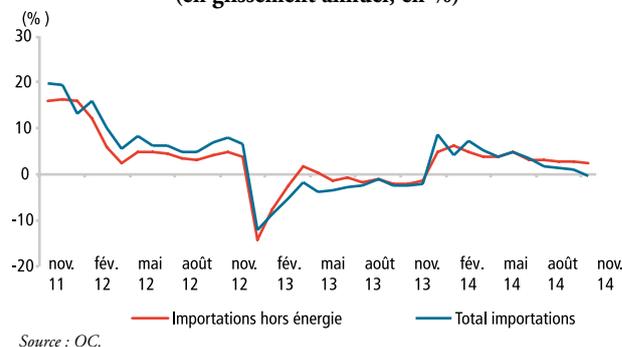
S'agissant du compte capital, les données disponibles au terme des onze premiers mois de 2014, indiquent un repli de 3,1 milliards des entrées d'IDE à 31,2 milliards de dirhams et une contraction de 5,5 milliards des sorties à 5,1 milliards. Au total, les entrées nettes au titre des IDE se sont établies à 26,1 milliards au lieu de 23,6 milliards en novembre 2013.

Compte tenu des autres éléments du compte capital, l'encours des réserves internationales nettes a atteint 177,6 milliards de dirhams à fin novembre 2014, soit l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services. A fin 2014, ces réserves devraient avoisiner 176,2 milliards de dirhams, soit 5 mois d'importations de biens et services et devrait poursuivre leur amélioration pour assurer la couverture de 5 mois et 10 jours d'importations à fin 2015.

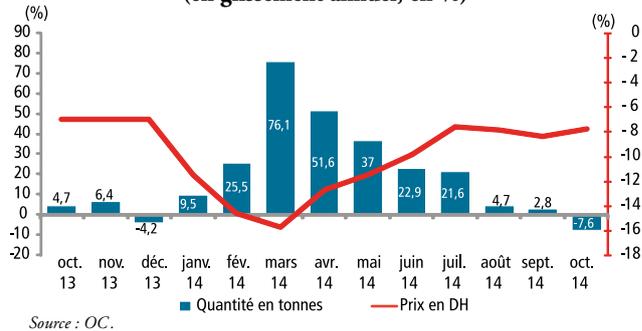
Graphique 1.13 : Evolution des ventes des secteurs automobile et textile et cuir, (en glissement annuel, en %)



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



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



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

Au cours du quatrième trimestre 2014, l'output gap non agricole continuerait, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, d'évoluer en dessous de zéro, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est stabilisé à 69% en octobre. En matière d'emploi, le troisième trimestre a été caractérisé par une hausse de 0,5 point de pourcentage, d'une année à l'autre, du taux de chômage à 9,6% avec une création d'emplois limitée à 58.000 postes. S'agissant des coûts salariaux, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a enregistré au cours du même trimestre une augmentation, en glissement annuel, de 6,8% en termes nominaux et de 6,6% en termes réels.

Globalement, la persistance du niveau des activités non agricoles en dessous de son potentiel et la dégradation de la situation du marché de travail ne laissent pas entrevoir de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres.

2.1 Tensions sur les capacités de production

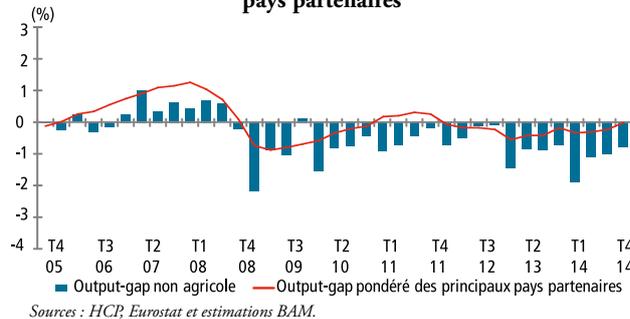
L'output gap continuerait d'afficher, selon les estimations de Bank Al Maghrib, une valeur négative au cours du quatrième trimestre (Graphique 2.1), indiquant ainsi la poursuite de la modération des pressions sur les prix.

Les données de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, montrent que le taux d'utilisation des capacités de production s'est stabilisé en octobre à 69%, taux qui reste inférieur à la moyenne historique (Graphique 2.2). Cette stagnation recouvre une amélioration dans les industries chimiques et parachimiques, une stabilisation dans le secteur du textile et du cuir et une baisse dans les autres branches.

Selon la même enquête, les coûts unitaires de production auraient globalement augmenté au cours du troisième trimestre 2014 (Graphique 2.3) du fait principalement de la hausse des coûts énergétiques et salariaux.

S'agissant de l'indice de la productivité apparente du travail des activités non agricoles, il s'est accru, en glissement annuel, de 1,2% au troisième trimestre après 1,8% un an auparavant, résultat de l'accélération du rythme d'accroissement de la valeur ajoutée

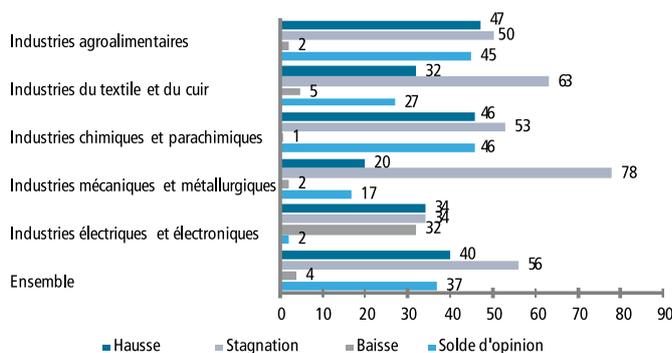
Graphique 2.1 : Output gap non agricole et celui des principaux pays partenaires



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



Graphique 2.3 : Evolution du coût unitaire de production



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

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

non agricole de 1,5% à 3,3% et d'une hausse de 2,1% après une baisse de 0,3% de l'emploi non agricole (Graphique 2.4).

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au cours du troisième trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus a augmenté de 1% à 11,9 millions de personnes, avec une progression de 1,2% en milieu urbain et de 0,8% en zones rurales. Tenant compte de la hausse de la population totale âgée de 15 ans et plus, le taux d'activité a baissé de 0,3 point à 48,2% au niveau national.

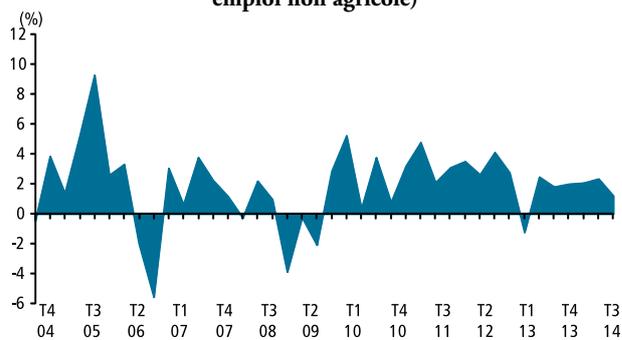
Parallèlement, les créations d'emplois se sont limitées à 58.000 postes contre 139.000 un an auparavant, dont 36.000 en milieu urbain et 22.000 postes en zones rurales (Graphique 2.5). Au niveau sectoriel, à l'exception de l'agriculture qui a accusé une perte de 75.000 postes, les autres secteurs ont tous été pourvoyeurs d'emplois avec 60.000 postes dans les services, 42.000 dans le BTP et 31.000 dans l'industrie y compris l'artisanat.

Dans ces conditions, la population active occupée a marqué une hausse de 0,5% pour s'établir à 10,75 millions d'individus. Le taux d'emploi est revenu de 44% à 43,6% au niveau global, avec un recul de 0,5 point à 35,8% en milieu urbain et de 0,2 point à 55,7 en zones rurales (Tableau 2.1).

Au total, le taux de chômage a augmenté de 0,5 point à 9,6%, reflétant une progression de 14% à 14,5% en milieu urbain et de 3,7% à 4,1% en zones rurales. L'accroissement du chômage a été plus important chez les jeunes citadins âgés de 15 à 24 ans pour lesquels le taux est passé de 37,8% à 39,9% (Tableau 2.1).

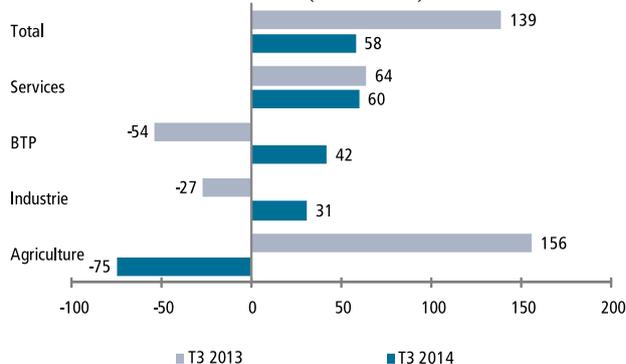
S'agissant des coûts salariaux, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a augmenté, en

Graphique 2.4 : Variation de la productivité apparente du travail, en glissement annuel (valeur ajoutée non agricole/emploi non agricole)



Sources : HCP et estimations BAM.

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



Source : HCP.

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

En milliers/en %	T3- 2013			T3- 2014		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Population active et emploi						
Population active ⁽¹⁾	6.205	5.558	11.763	6.282	5.603	11.885
Taux d'activité (en%) ⁽²⁾	42,2	58,1	48,5	41,9	58,1	48,2
Population active occupée	5.335	5.352	10.687	5.372	5.373	10.745
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	36,3	55,9	44,0	35,8	55,7	43,6
Chômage						
Population active en chômage	870	206	1.076	910	230	1.140
Taux de chômage (en%) ⁽⁴⁾	14,0	3,7	9,1	14,5	4,1	9,6
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	37,8	7,3	19,1	39,9	9,3	20,6
. 25 - 34 ans	19,3	3,9	12,8	20,5	4,3	13,6
. 35 - 44 ans	8,1	3,2	6,1	8,3	2,6	6,0
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,6	2,3	4,2	7,9	2,7	4,6
. Ayant un diplôme	18,4	9,8	16,5	18,9	9,7	16,8

(1) Population âgée de 15 ans et plus.

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

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

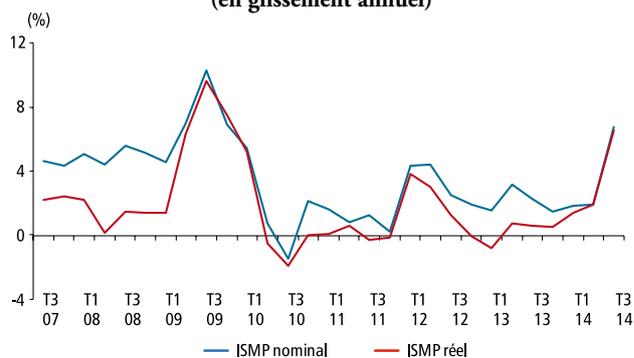
(4) Population active en chômage âgée de 15 et plus / Population active âgée de 15 ans et plus

Source : HCP.

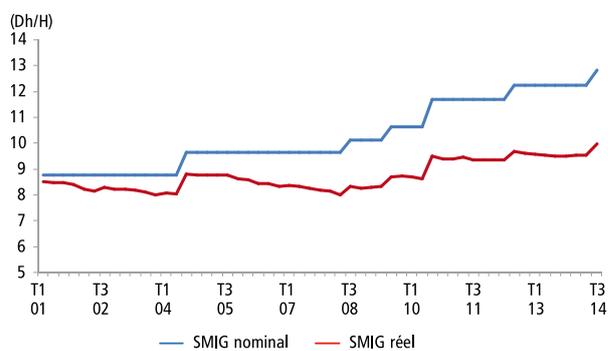
glissement annuel au troisième trimestre, de 6,8% en termes nominaux et de 6,6% en termes réels (Graphique 2.6).

Pour sa part, et suite à sa revalorisation de 5% début juillet 2014, le SMIG horaire a marqué une hausse, en glissement annuel, de 4,8% en termes réels au troisième trimestre. (Graphique 2.7).

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



Graphique 2.7 : SMIG horaire en termes nominaux et réels



3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Au cours du troisième trimestre, l'économie mondiale a enregistré un ralentissement quasi-généralisé dans les pays avancés, ainsi que dans certaines économies émergentes. Aux Etats-Unis, la croissance a légèrement baissé d'un trimestre à l'autre, mais l'économie continue globalement de gagner en vigueur. Au Royaume-Uni, la croissance a reculé, alors qu'au Japon la contraction du PIB s'est sensiblement accentuée. Dans la zone euro, la croissance s'est stabilisée à un niveau faible, recouvrant des évolutions divergentes selon les pays. La décélération a concerné également les principaux pays émergents, notamment la Chine, le Brésil et la Russie. En outre, le taux de chômage demeure globalement à un niveau relativement élevé dans la zone euro, alors qu'aux Etats-Unis, il est demeuré inchangé à 5,8% d'un mois à l'autre. Quant aux marchés financiers des économies avancées, ils ont été marqués globalement par une détente, et plus particulièrement au niveau du marché obligataire. Sur les marchés des matières premières, les prix se sont inscrits en baisse. Dans ces conditions, l'inflation a accusé un léger recul dans la zone euro en novembre, tandis qu'elle est demeurée inchangée aux Etats-Unis en octobre. Au total, les pressions inflationnistes d'origine externe devraient rester faibles.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

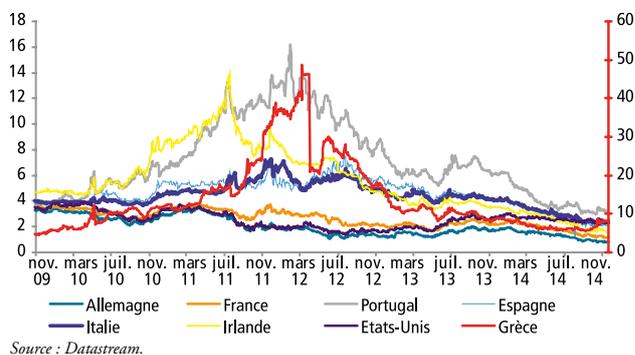
3.1.1 Conditions financières

Sur les marchés obligataires, les rendements souverains se sont globalement inscrits en baisse. Ainsi, entre octobre et novembre, le taux de rendement à 10 ans s'est stabilisé à 3,2% pour le Portugal, à 2,1% pour l'Espagne et à 2,4% pour l'Italie. En revanche, celui de la Grèce a augmenté de 7,3% à 8,2%. Concernant les autres pays de la zone euro, ce taux a diminué de 0,9% à 0,8% pour l'Allemagne et de 1,3% à 1,2% pour la France. Pour sa part, le taux des Bons du Trésor américains a stagné à 2,3%.

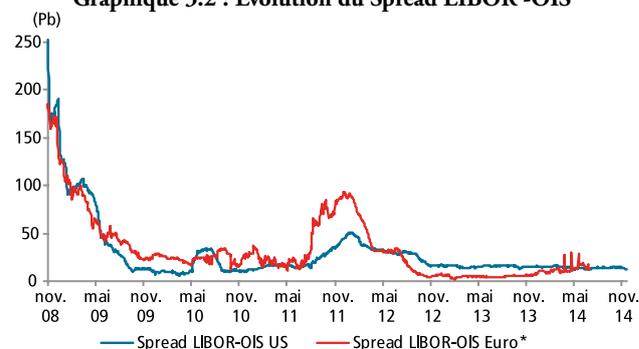
S'agissant des principales économies émergentes, le taux de rendement à 10 ans est revenu de 3,9% à 3,6% pour la Chine, de 8,4% à 8,2% pour l'Inde, de 9% à 8,5% pour la Turquie et a augmenté de 12% à 12,7% pour le Brésil.

Pour leur part, les marchés monétaires se sont caractérisés, entre octobre et novembre, par une stagnation de l'Euribor à 3 mois à 0,08% et du Libor de même maturité à 0,23%. Le spread Libor-OIS dollar a, quant à lui, baissé de 14,3 points de base à 13,1 points, d'un mois à l'autre. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a augmenté de 7% en novembre aux Etats-Unis contre 6,5% un mois auparavant, tandis que dans la zone euro, sa contraction s'est atténuée à 1,1% en octobre au lieu de 1,2%.

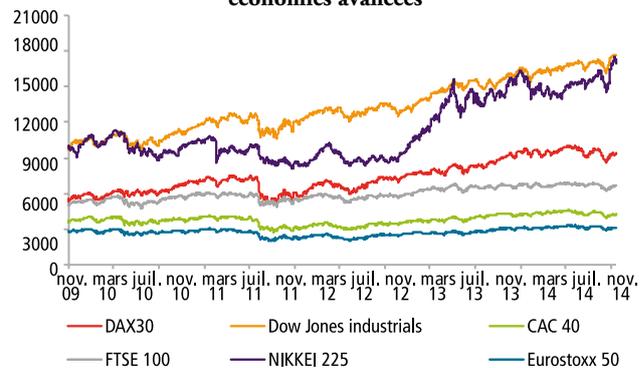
Graphique 3.1 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis



Graphique 3.2 : Evolution du Spread LIBOR -OIS*



Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Entre octobre et novembre 2014, les principaux indices boursiers sont ressortis en hausse tandis que leur volatilité a baissé. En effet, l'EUROSTOXX50 a augmenté de 1,7%, le DowJones Industrials de 5,2% et le NIKKEI 225 de 10,7%. De même, le DAX 30, le CAC 40 et le FTSE 100 se sont accrus de 3,7%, 2% et 3%, respectivement. En termes de volatilité, le VSTOXX a diminué de 22,4 points de base à 20,3 points et le VIX de 18,1 points de base à 13,7 points.

Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a augmenté de 0,2%, reflétant notamment des hausses respectives de 2,2% pour le MSCI de la Chine, de 4,7% pour celui de la Turquie et de 4,4% pour celui de l'Inde.

Sur les marchés de change, l'euro s'est déprécié, entre octobre et novembre, de 1,5% à 1,25 dollar, soit son plus bas niveau depuis 2 ans et 3 mois. En revanche, il s'est apprécié de 5,2% contre le yen japonais et a stagné à 0,79 livre sterling. Pour leur part, les monnaies des principaux pays émergents ont évolué différemment selon les pays. Ainsi, le dollar s'est apprécié de 4,5% contre le real brésilien et de 0,4% par rapport à la roupie indienne, tandis qu'il s'est déprécié de 0,5% vis-à-vis de la lire turque. En outre, le dollar a continué de s'échanger contre 6,1 yuans chinois.

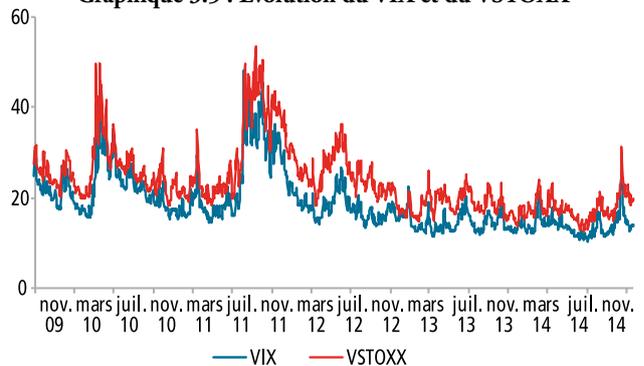
Concernant les décisions de politique monétaire, la BCE et la Banque d'Angleterre ont maintenu, le 4 décembre, leurs taux directeur inchangés à respectivement 0,05% et 0,5%. La FED a pour sa part mis fin, le 29 octobre, à son programme de rachat d'actifs et a annoncé le maintien de son taux directeur à son niveau actuel pour une période considérable, tout en n'excluant pas, si des progrès vers l'utilisation maximale des capacités du marché du travail et l'atteinte de la cible d'inflation s'avèrent plus rapides qu'anticipés, de procéder à son relèvement plutôt que prévu. Contrairement à la FED, la Banque du Japon a décidé le 19 novembre de maintenir ses nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. S'agissant des pays émergents, la Banque Populaire

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



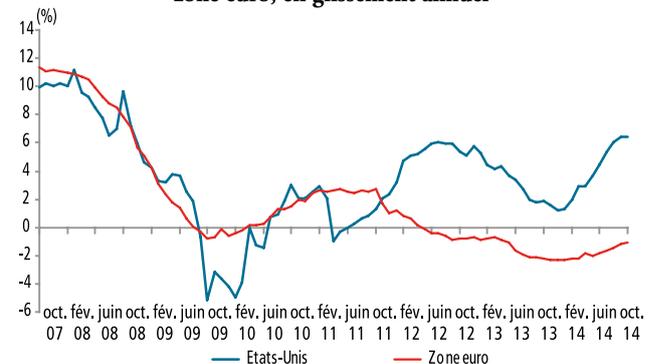
Source : Datastream.

Graphique 3.5 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

de Chine a abaissé le 21 novembre son taux directeur de 40 points de base à 5,6%, soit la première réduction depuis plus de deux ans. En revanche, la Banque centrale du Brésil a relevé, le 3 décembre, de 50 points de base son taux directeur à 11,75% afin de faire face aux pressions inflationnistes, tandis que la Banque centrale Russe a augmenté le sien de 100 points de base à 10,5%, dans le but notamment de contrer la dépréciation du rouble et d'atténuer les tensions sur les prix.

3.1.2 Activité économique dans le monde

L'activité économique s'est caractérisée au cours du troisième trimestre par un ralentissement quasi-généralisé dans les pays avancés, ainsi que dans certaines économies émergentes.

En effet, la croissance a ralenti, au troisième trimestre, de 2,6% à 2,4% aux Etats-Unis, pénalisée par la forte baisse du niveau des stocks, et dans une moindre mesure la décélération des exportations. De même, le rythme d'accroissement du PIB a reculé de 3,2% à 3% au Royaume-Uni en raison principalement de la faiblesse de la production manufacturière, des services touristiques et de la vente de détails. Par ailleurs, la contraction du PIB s'est accentuée au Japon, passant de 0,1% à 1,1%.

Dans la zone euro, la croissance s'est stabilisée à 0,8%, recouvrant une baisse de 1,4% à 1,2% en Allemagne et une hausse de 0% à 0,4% en France. En outre, le PIB s'est accru de 1,6% en Espagne après 1,3% le trimestre précédent, et sa contraction est passée de 0,4% à 0,5% en Italie.

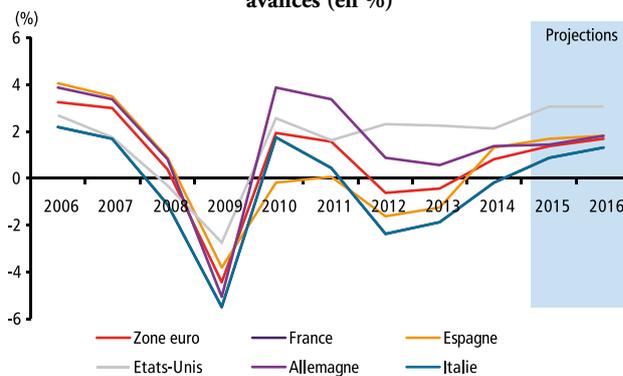
Au niveau des principaux pays émergents, la croissance a diminué de 7,5% à 7,3% en Chine, de 5,7% à 5,3% en Inde et de 0,8% à 0,7% en Russie au troisième trimestre, tandis qu'au Brésil, la contraction du PIB est revenue de 0,9% à 0,2%.

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

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

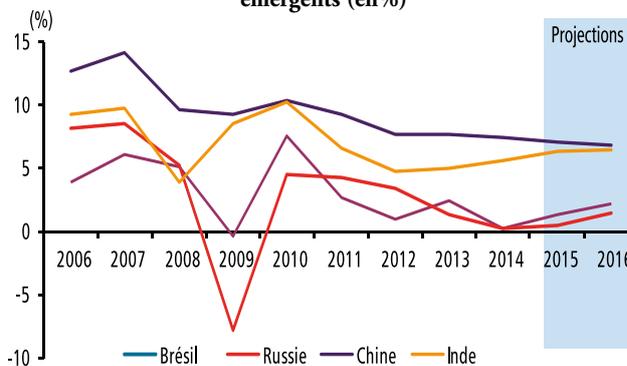
Source : Datastream.

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions octobre 2014).

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions octobre 2014).

Quant aux indicateurs à haute fréquence, ils font ressortir un léger ralentissement de l'activité en novembre. En effet, l'indice PMI composite de la zone euro s'est replié de 52,1 à 51,1 points, s'établissant ainsi à son plus bas niveau depuis juillet 2013. De même, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a diminué de 0,3 point pour s'établir à 58,7 points, demeurant toutefois en dessus du seuil d'expansion de 17,4%.

La faiblesse de l'activité observée au niveau de certaines économies avancées et émergentes, ainsi que l'accentuation des tensions géopolitiques en Ukraine et au Moyen-Orient, ont induit une révision à la baisse des perspectives économiques mondiales. Ainsi, le FMI table désormais sur une croissance mondiale de l'ordre de 3,3% en 2014 et de 3,8% en 2015. En particulier, le PIB devrait croître de 2,2% en 2014 et de 3,1% en 2015 aux Etats-Unis, de 0,8% et 1,3% dans la zone euro et de 0,9% et 0,8% au Japon. Quant aux pays émergents dont l'activité est principalement soutenue par celle des pays d'Asie, ils risquent d'être affectés par un ralentissement graduel de la croissance en Chine prévue à 7,4% en 2014 et à 7,1% en 2015.

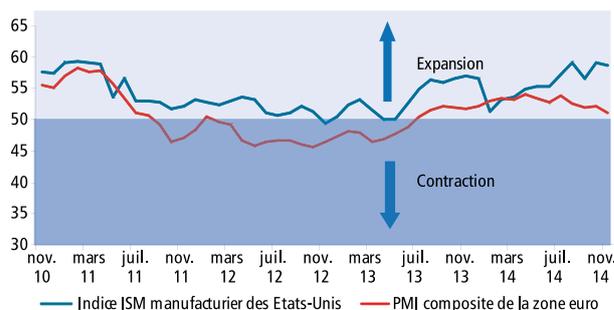
De même, la Commission Européenne prévoit que la croissance mondiale atteindrait 3,3% en 2014 et 3,8% en 2015 sous l'impulsion d'une reprise de l'activité dans les pays avancés non européens. De plus, elle estime que l'activité mondiale demeure entourée par des risques à la baisse, relatifs aux tensions géopolitiques et à de probables perturbations sur les marchés financiers.

3.1.3 Marché de l'emploi

Le taux de chômage aux Etats-Unis est demeuré inchangé en novembre à 5,8% d'un mois à l'autre.

Dans la zone euro, le taux de chômage en octobre est resté stable d'un mois à l'autre à 11,5%. Au niveau des pays partenaires, ce taux est demeuré inchangé durant le même mois à 10,5% en France et a enregistré une légère baisse de 5% à 4,9% en Allemagne. En revanche, il a augmenté de 12,9% à 13,2% en Italie et a diminué de 24,1% à 24% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données de l'emploi restent celles du mois d'août, et font ressortir un léger recul du taux de chômage à 5,9% contre 6% en juillet.

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

Sources : OCDE (novembre 2014), Commission Européenne (novembre 2014), FMI (octobre 2014).

Concernant les perspectives, le FMI, dans sa dernière mise à jour d'octobre, a revu à la baisse les taux de chômage pour 2014 et 2015 dans la majorité des pays avancés. Ainsi, il table sur un taux de chômage aux Etats-Unis de 6,3% et 5,9% respectivement en 2014 et 2015, et de 11,6% et 11,2% dans la zone euro. Au niveau des pays partenaires, le FMI prévoit un taux similaire de 10% et 5,3% respectivement en France et en Allemagne sur les deux années de projection. En Italie et en Espagne, le FMI prévoit des taux respectifs de 12,6% et 24,6% en 2014 et de 12% et 23,5% en 2015.

La Commission européenne dans ses projections du mois de novembre courant, a revu globalement à la baisse les taux de chômage pour la majorité des pays avancés par rapport à ses projections de mai 2014. Elle table ainsi sur des taux de 6,2% et 5,7% aux Etats-Unis respectivement en 2014 et 2015 et de 11,6% et 11,3% dans la zone euro. Dans les pays partenaires, le taux de chômage resterait stable entre 2014 et 2015 à 10,4% en France, à 5,1% en Allemagne, et à 12,6% en Italie. En Espagne, la Commission prévoit un taux de chômage de 24,8% en 2014 et 23,5% en 2015.

3.2 Prix des matières premières et inflation

Au cours des trois derniers mois, les prix des matières premières se sont globalement inscrits en baisse, d'une année à l'autre. Pour sa part, le taux d'inflation a enregistré un léger recul dans la zone euro en novembre, tandis qu'il est demeuré inchangé aux Etats-Unis, entre septembre et octobre.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

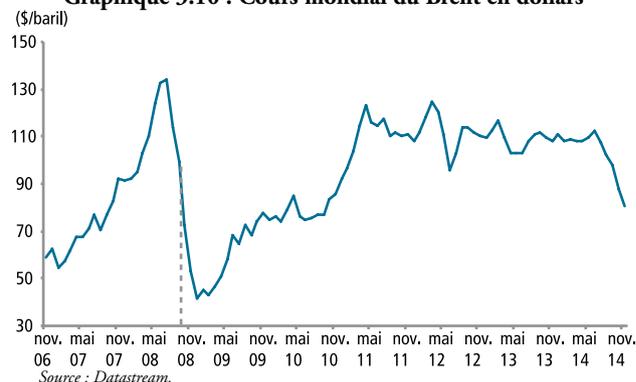
Le prix du Brent a accusé, durant le mois de novembre, un recul mensuel de 8,1%, s'établissant en moyenne à 80,5 dollars le baril, soit son plus bas niveau depuis octobre 2010. Cette baisse est attribuable essentiellement à une offre abondante et une demande

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

	2012	2013	septembre 2014	octobre 2014	novembre 2014
Etats-Unis	8,1	7,4	5,9	5,8	5,8
Zone euro	11,3	11,9	11,5	11,5	N.D
France	9,8	10,3	10,5	10,5	N.D
Italie	10,7	12,2	12,9	13,2	N.D
Allemagne	5,5	5,3	5,0	4,9	N.D
Espagne	24,8	26,1	24,1	24,0	N.D
Royaume-Uni	7,9	7,6	N.D	N.D	N.D

Source : Eurostat.

Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars



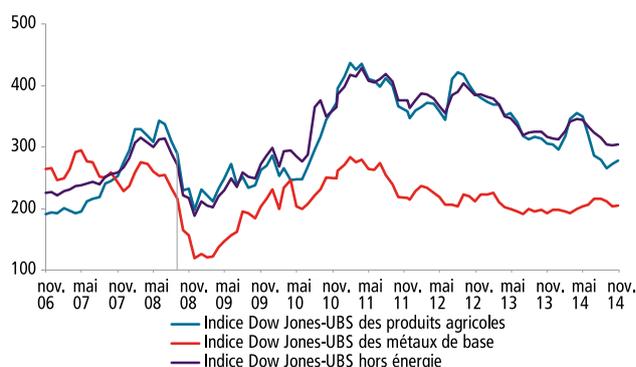
Source : Datastream.

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

	T4:14	T1:15	T2:15	T3:15	2015	2016	2017
Pétrole	82,29	79,41	80,77	81,71	81,13	84,38	86,15

Source : Bloomberg.

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



Source : Datastream.

faible, notamment en Chine et en Europe. En glissement annuel, le cours du Brent s'est replié de près de 26%.

Pour ce qui est des perspectives d'évolution du prix du pétrole¹, la Banque Mondiale a revu en octobre ses estimations à la baisse, tablant désormais sur un prix de 95,7 dollars le baril en 2015, au lieu de 104,4 dollars dans l'édition de juillet. De même, le FMI table en 2015 sur un prix de 99,36 dollars le baril dans le WEO d'octobre, contre 99,62 dollars prévus dans la mise à jour du WEO du mois de juillet. En ce qui concerne le cours du Brent, la Commission européenne a revu à la baisse ses prévisions à 91 dollars le baril dans l'édition d'automne, après 102,9 dollars prévus auparavant en 2015.

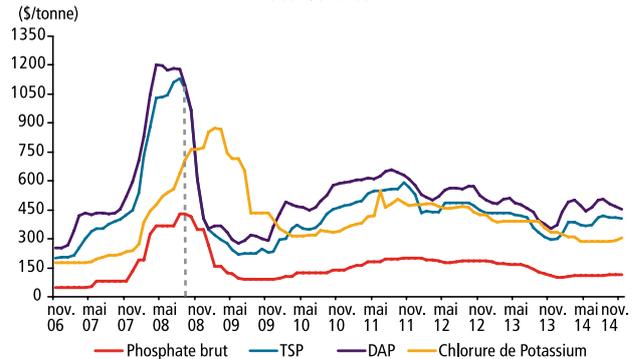
3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

Les prix des produits hors énergie ont enregistré, en novembre, un recul en glissement annuel, comme en atteste la baisse de près de 4% de l'indice Dow Jones-UBS y afférent. Cette évolution recouvre un net repli de 9% de l'indice des prix des produits agricoles et une légère hausse de 6,4% des cours des métaux de base.

Sur le marché mondial du phosphate, le prix du brut est demeuré inchangé à 115 dollars la tonne, entre octobre et novembre. Par ailleurs, les cours du TSP, du DAP et de l'urée ont accusé des reculs respectifs de 1,2%, de 2,9% et de 3,1%, en glissement mensuel. Pour ce qui est du prix du Chlorure de Potassium, après s'être stabilisé à 287 dollars la tonne pendant six mois consécutifs, il a connu une hausse de 5,1% en novembre. En glissement annuel, le cours a régressé de 0,4% pour l'urée et de 8,5% pour le Chlorure de Potassium, tandis qu'il a augmenté de 6% pour le Phosphate brut, de 28,9% pour le DAP et de 37,3% pour le TSP.

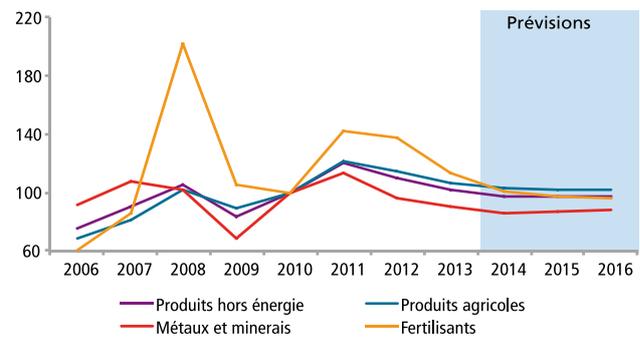
1 La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubai).

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



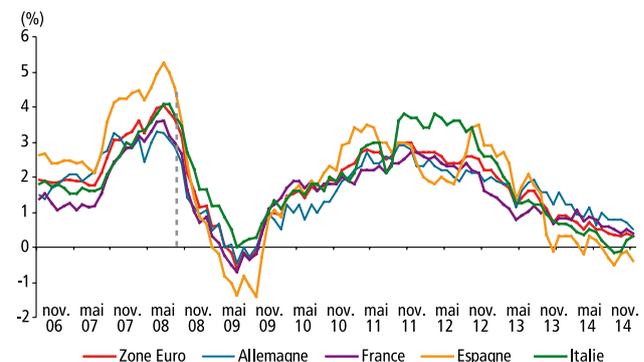
Source : Banque Mondiale.

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.

3.2.3 Inflation dans le monde

En octobre, l'inflation est revenue de 3,3% à 2,9% au Japon, tandis qu'elle s'est établie à 1,7% aux Etats-Unis et ce, pour le troisième mois consécutif. Par ailleurs, selon une première estimation d'Eurostat pour le mois de novembre, l'inflation a connu un léger recul dans la zone euro de 0,4% à 0,3%. En particulier, l'Espagne a enregistré une accentuation de la baisse des prix à la consommation de 0,1% à 0,4%. Par ailleurs, l'inflation a diminué en Allemagne de 0,7% à 0,5% et en France de 0,5% à 0,4%, alors qu'elle s'est légèrement accrue en Italie de 0,2% à 0,3%, entre octobre et novembre. En ce qui concerne le Royaume-Uni, les données disponibles demeurent celles d'octobre et font état d'une légère augmentation de l'inflation de 1,2% à 1,3%.

Dans les principaux pays émergents et en développement, l'inflation a accusé un repli de 1,6% à 1,4% en Chine, alors qu'elle est demeurée inchangée à 6,6% au Brésil, entre octobre et novembre.

Selon les prévisions du FMI dans le cadre du WEO d'octobre, l'inflation devrait s'établir à 1,6% en 2014 et à 1,8% en 2015 dans les économies avancées, alors que dans les pays émergents et en développement elle attendrait 5,5% en 2014, avant d'augmenter légèrement à 5,6% en 2015. Pour sa part, la Commission européenne table dans son édition d'automne sur une inflation de 0,5% et 0,8% dans la zone euro et de 1,8% et 2% aux Etats-Unis, respectivement en 2014 et 2015.

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	1,7	1,4	1,8	2,0	2,0	2,1
Zone euro	0,5	0,6	0,5	0,8	0,5	0,9
Allemagne	0,9	1,2	0,9	1,2	0,9	1,2
France	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7	0,9
Espagne	-0,1	0,1	-0,1	0,5	0,0	0,6
Italie	0,1	-0,0	0,2	0,5	0,1	0,5
Royaume-Uni	1,6	1,8	1,5	1,6	1,6	1,8
Japon	2,9	1,8	2,8	1,6	2,7	2,0

Sources : OCDE & Commission Européenne (novembre 2014) et FMI (octobre 2014).

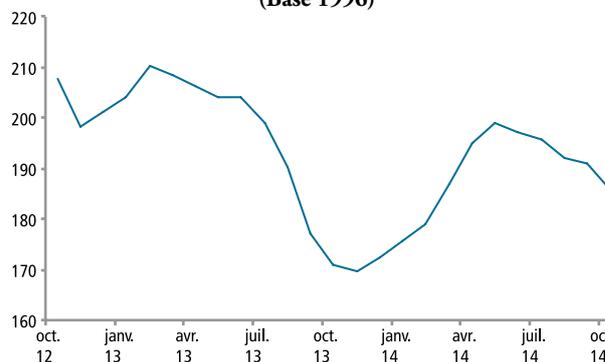
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

En glissement trimestriel, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a poursuivi sa baisse enregistrée au troisième trimestre 2014 pour s'établir à 3,6% en octobre. Cette évolution traduit le repli de 13,4% de l'indice des produits alimentaires, qui avait diminué de 7,6% un trimestre auparavant.

L'évolution de l'IPM des produits alimentaires s'explique par le fléchissement de 25% du prix moyen à l'import du blé qui avait baissé de 10% un trimestre auparavant. De même, le prix unitaire moyen du maïs s'est inscrit en diminution de 6,1% au mois d'octobre, après celle de 11% en T3-2014.

S'agissant de l'IPM des demi-produits, après une régression de 1,9% en T3-2014, il a poursuivi son trend baissier de même ampleur en octobre 2014. Cette évolution recouvre la baisse de

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



Sources : OC et calculs BAM.

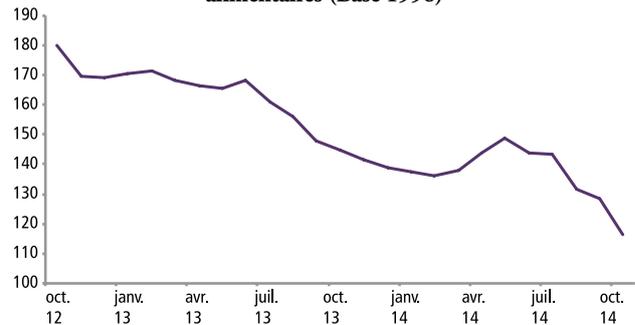
3,5% du prix moyen des produits laminés en fer et acier au lieu d'une hausse de 0,3% en T3-2014 et une augmentation de 2,3% de celui des engrais naturels et chimiques après une baisse de 9,8%.

En revanche, l'IPM des produits miniers a stagné en octobre, après une hausse de 1,1% au troisième trimestre. Cette évolution résulte d'une progression de 2,7% du prix unitaire du soufre après une augmentation de 1,7% et d'un repli de 3,5% de celui du fer et acier qui avait enregistré une progression de 0,3% en T3-2014.

Concernant l'IPM des produits énergétiques, la baisse de 5,6% observée au troisième trimestre s'est atténuée en octobre à 2,5%. Cette tendance s'explique par une baisse de 3,5% du prix unitaire de pétrole brut en octobre, après celle de 6,8% en T3-2014, ainsi que par une légère hausse de 0,6% du prix unitaire de gasoil et fuel, alors qu'il avait reculé de 3,3% au troisième trimestre.

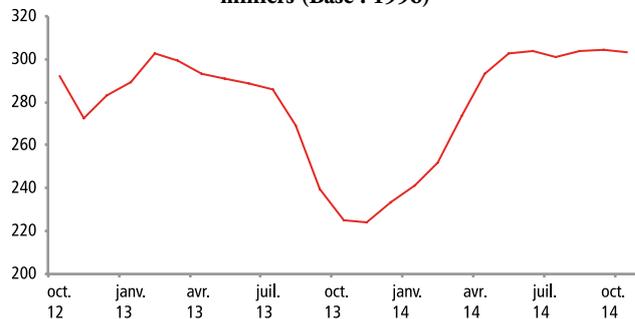
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une progression de 8,7% en octobre 2014, après 2,1% en T3-2014. Par groupement d'utilisation, la progression de l'IPM des produits miniers s'est accentuée passant de 14,4% à 34,7% en octobre, en liaison avec l'accélération de la hausse du prix à l'import du soufre de 37,9 points de pourcentage s'établissant à 60,1%. Quant à l'IPM des demi-produits, l'augmentation de 13,4% enregistrée en T3-2014 s'est atténuée à 11,7% en octobre, suite au ralentissement de l'accroissement du prix à l'importation des produits laminés en fer et acier revenant de 28,9% à 26%. S'agissant de l'IPM des produits alimentaires, sa diminution s'est aggravée de 6,2 points de pourcentage à 19,5% en octobre, en relation avec le prix unitaire du blé qui a reculé d'un tiers, après 17% au troisième

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



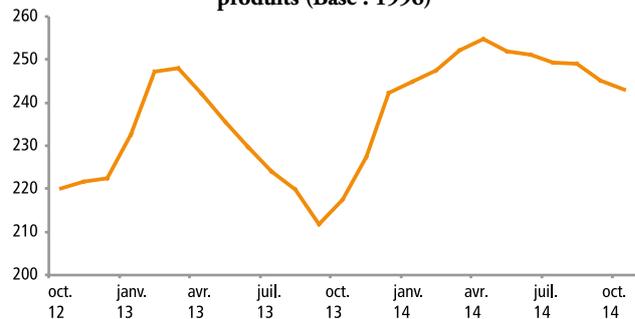
Sources : OC et calculs BAM.

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



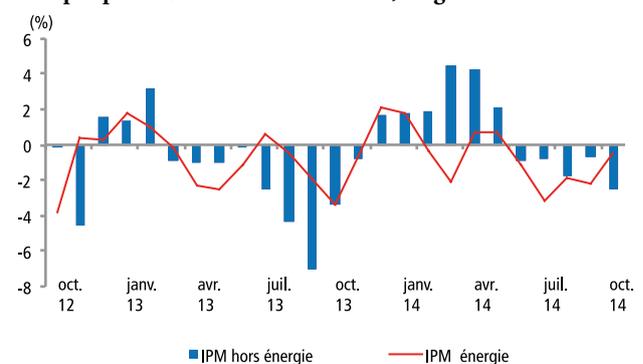
Sources : OC et calculs BAM.

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



Sources : OC et calculs BAM.

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



Sources : OC et calculs BAM.

trimestre, tandis que le rythme de baisse du prix à l'importation du maïs s'est atténué, en moyenne, revenant de 15,5% à 10,2% entre T3-2014 et octobre.

Pour ce qui est de l'IPM des produits énergétiques, il a poursuivi sa tendance baissière entamée depuis le deuxième trimestre 2013, accusant une baisse de 6,6% en octobre 2014, après celle de 8,8% un trimestre auparavant. Par produits, le prix unitaire à l'import du pétrole brut a diminué de 7,1%, après 9,9% le troisième trimestre 2014 et celui du gasoil et fuel s'est inscrit en baisse de 5,6%, contre celle de 7,2%. En revanche, le recul du prix unitaire à l'import du gaz de pétrole s'est accentué, passant de 3,4% à 5,8%.

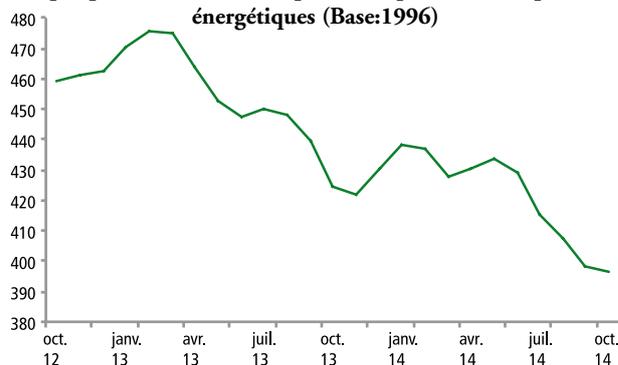
Tableau 3.6 : Evolution de l'IPM

	Variation trimestrielle en %			Variation annuelle en %		
	T2 2014	T3 2014	oct. 14	T2 2014	T3 2014	oct. 14
IPM des produits énergétiques	-0,7	-5,6	-2,5	-5,2	-8,8	-6,6
PUM* du pétrole brut	2,0	-6,8	-3,5	-5,6	-9,9	-7,1
PUM du gasoil et fuel	-3,4	-3,3	0,6	0,1	-7,2	-5,6
PUM du gaz de pétrole	-12,8	-1,8	0,2	-0,3	-3,4	-5,8
IPM hors énergie	9,2	-2,1	-3,6	-3,8	2,1	8,7
IPM alimentaires	6,0	-7,6	-13,4	-12,8	-13,3	-19,5
PUM du blé	9,7	-10,0	-25,0	-12,8	-17,0	-33,4
PUM du maïs	3,7	-11,0	-6,1	-14,3	-15,5	-10,2
IPM miniers	17,3	1,1	0,0	3,0	14,4	34,7
PUM du soufre	29,9	1,7	2,7	-0,7	22,2	60,1
PUM du fer et acier	4,7	0,3	-3,5	8,4	6,0	11,2
IPM demi-produits	1,8	-1,9	-1,9	7,2	13,4	11,7
PUM des engrais naturels et chimiques	-10,2	-9,8	2,3	-18,4	-6,6	-1,0
PUM des prod. laminés en fer et acier	5,8	0,3	-3,5	20,7	28,9	26,0

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

* Prix unitaire moyen

Graphique 3.20 : Indice des prix à l'importation des produits énergétiques (Base:1996)



Sources : OC et calculs BAM.

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières évolutions du marché monétaire indiquent une diminution du taux interbancaire de 2,99% en moyenne au troisième trimestre à 2,76% durant les mois d'octobre et novembre, sous l'effet de la décision du Conseil, lors de sa réunion du 23 septembre 2014, d'abaisser le taux directeur de 3% à 2,75%. Pour ce qui est des taux débiteurs, les dernières données disponibles, antérieures à la baisse du taux directeur, indiquent une légère hausse de 5 points de base du taux moyen pondéré au troisième trimestre 2014, pour se situer à 6,03%, reflétant notamment l'augmentation des taux appliqués aux prêts à l'équipement, alors que ceux appliqués aux prêts immobiliers et aux facilités de trésorerie sont restés quasiment inchangés. Concernant les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a poursuivi sa baisse, avec une nouvelle diminution de 10 points de base par rapport au troisième trimestre 2014, s'établissant ainsi à 3,70% en octobre.

S'agissant des agrégats de monnaie, le taux de croissance de la masse monétaire M3 s'est accéléré de 4,3% en moyenne au troisième trimestre à 5,3% en octobre, l'écart monétaire reste toutefois à un niveau négatif. De même, le rythme de progression du crédit bancaire s'est élevé de 3,8% à 4,6%, traduisant une accélération de l'ensemble des catégories du crédit, et plus particulièrement les prêts à l'équipement. En ce qui concerne le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 0,21% en termes nominaux au troisième trimestre, alors qu'il ressort en appréciation de 0,4% en termes réels.

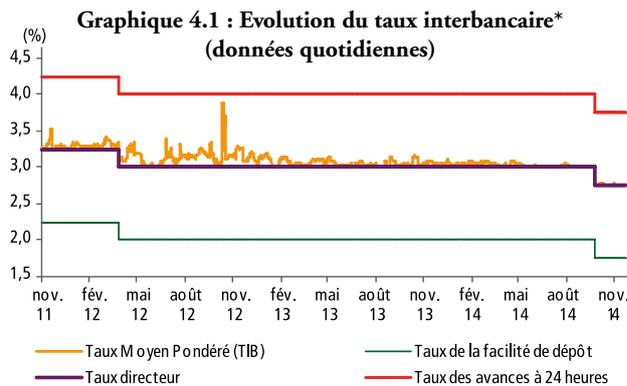
Sur le marché des actifs, l'indice des prix des biens immobiliers s'est inscrit en hausse de 1,4% en variation trimestrielle, recouvrant des augmentations de 4,3% des prix du foncier et de 0,8% de ceux des biens immobiliers, ainsi qu'une légère baisse de 0,2% des prix des actifs résidentiels. Au total, 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

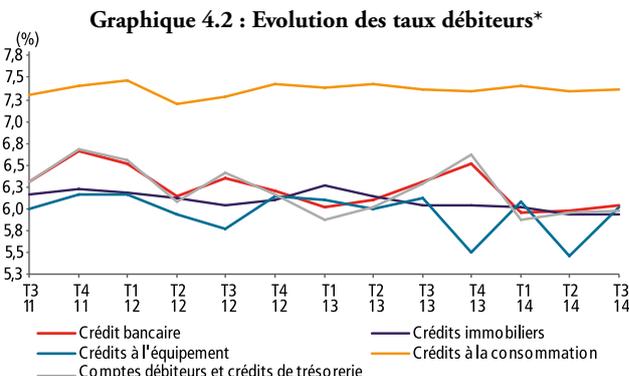
4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 23 septembre 2014, le Conseil de la Banque a décidé d'abaisser le taux directeur de 3% à 2,75%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est établi à 2,76% en moyenne au cours des mois d'octobre et de novembre 2014, en baisse de 23 points de base par rapport au troisième trimestre de l'année.

Pour ce qui est des taux débiteurs, les dernières données disponibles issues de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2014, indiquent une légère hausse de 5 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, s'établissant ainsi à 6,03%¹. Par objet, les taux appliqués aux prêts à l'équipement se sont accrus de 56 points de base à 6,01% et ceux des crédits à la consommation sont passés de 7,35% à 7,37%. En revanche, les taux appliqués aux prêts immobiliers et aux facilités de trésorerie sont restés quasiment



* Données arrêtées au 24 novembre 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 BAM).

¹ Ces évolutions n'intègrent pas l'impact de la décision de réduction du taux directeur qui est intervenue le 23 septembre 2014

inchangés, s'établissant respectivement à 5,94% et à 5,97%.

En ce qui concerne les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a poursuivi sa baisse, avec une nouvelle diminution de 10 points de base par rapport au troisième trimestre 2014, s'établissant ainsi à 3,70% en octobre. Cette évolution traduit des replis de 19 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois à 3,50% et de 4 points de base de celui des dépôts à un an à 3,82%.

Sur le marché primaire des bons de Trésor, les taux ont poursuivi leur tendance baissière entamée depuis le début de l'année. Ainsi, entre le troisième trimestre et octobre 2014, les taux assortissant les bons à 52 semaines ont accusé une baisse de 21 points de base, s'établissant à 2,85%, et ceux à 5 ans se sont repliés de 30 points de base à 3,50%. Le même profil d'évolution a été également observé sur le marché secondaire.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Les données relatives au mois d'octobre font ressortir une accélération du rythme annuel de croissance de la masse monétaire à 5,3%, au lieu de 4,3% au troisième trimestre. En dépit de cette évolution, l'écart monétaire s'est maintenu à des niveaux négatifs, laissant indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

L'évolution de l'agrégat M3 reflète une accélération des taux d'accroissement du crédit bancaire et des réserves internationales nettes, tandis que les créances nettes sur l'Administration Centrale ont marqué une nouvelle contraction.

Au niveau des principales composantes de l'agrégat M3, des évolutions à des rythmes différenciés ont été observées entre le troisième trimestre et octobre 2014. Ainsi, la monnaie scripturale s'est accrue de 5,8% en glissement annuel, au lieu de 3,3% au troisième trimestre,

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

	2012		2013		2014					
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	oct.
6 mois	3,49	3,55	3,52	3,56	3,55	3,59	3,51	3,68	3,69	3,50
12 mois	3,83	3,84	4,02	3,89	3,83	3,92	3,86	3,91	3,86	3,82
Moyenne pondérée	3,71	3,73	3,85	3,76	3,73	3,79	3,71	3,81	3,80	3,70

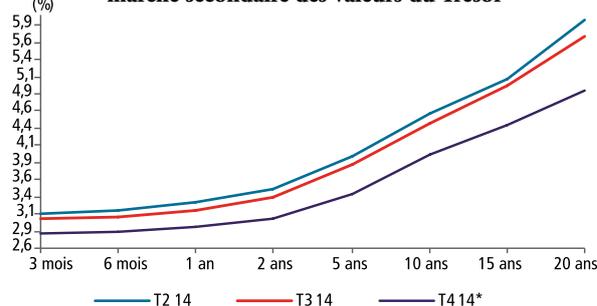
Source : BAM.

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	T3	oct.
21 jours	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24 jours	3,71	-	-	-	-	-	-	-	-
35 jours	3,78	4,12	-	-	-	-	-	-	-
43 jours	-	-	-	-	-	-	-	-	-
44 jours	-	-	-	-	-	-	-	-	-
45 jours	3,97	-	-	-	-	-	-	-	-
13 semaines	3,40	3,93	3,94	3,50	3,48	3,30	3,08	2,97	2,79
26 semaines	3,57	4,07	4,11	3,82	3,74	3,45	3,15	-	2,85
52 semaines	3,84	4,20	4,23	4,11	4,13	3,63	3,25	3,14	2,93
2 ans	4,24	4,57	4,68	4,61	4,69	4,04	3,35	-	3,14
5 ans	4,52	4,75	-	4,93	5,08	4,62	3,91	3,80	3,50
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	-	4,49
20 ans	-	-	-	-	-	5,96	5,66	5,57	-
30 ans	-	-	-	-	-	-	-	-	5,69

Source : BAM.

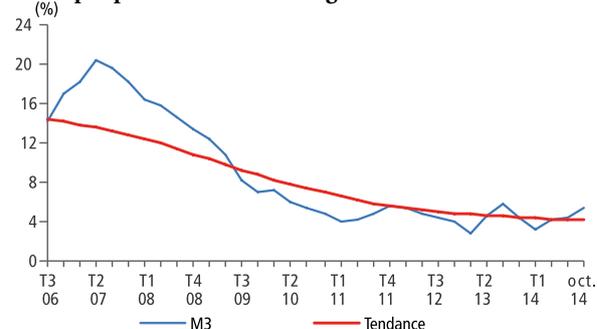
Graphique 4.3 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor



* L'observation du quatrième trimestre 2014 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} octobre au 19 novembre 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 troisième trimestre de l'année 2014, les trésoreries bancaires se sont resserrées de 9,1 milliards de dirhams en raison principalement de l'augmentation significative de la circulation de la monnaie fiduciaire. En effet, les retraits nets de monnaie fiduciaire ont atteint 9,5 milliards de dirhams sur le trimestre en raison de la période estivale conjuguée aux fêtes religieuses.

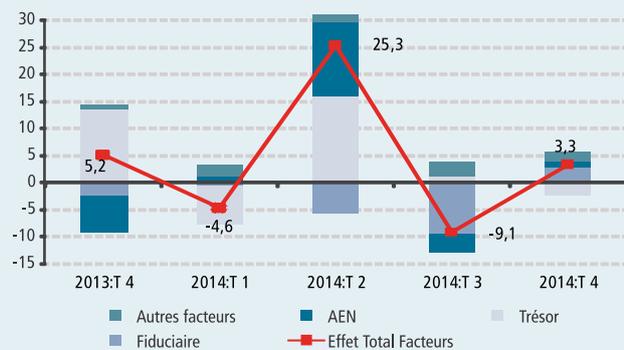
Les opérations en devises ont accentué cet effet restrictif du fait de la ponction de liquidité de 3,3 milliards de dirhams issue du volume relativement important des achats nets de devises par les banques (8,9 milliards), partiellement compensé par les cessions de billets de banque étrangers contre dirhams (5,6 milliards de dirhams).

En revanche, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 1,2 milliard de dirhams résultant notamment de la différence entre :

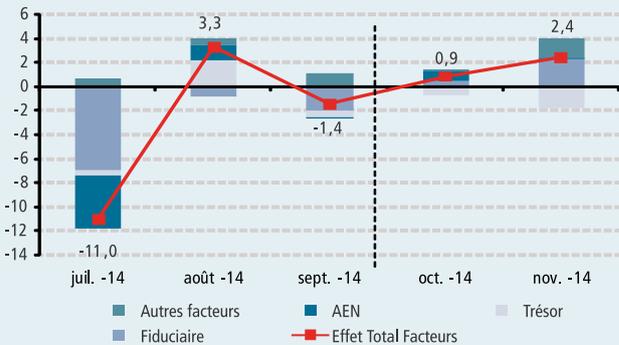
- d'une part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (27,6 milliards), le règlement des dépenses de compensation (7,4 milliards) ainsi que le paiement des salaires des fonctionnaires (16,4 milliards) et des pensions des retraités (5,3 milliards) ;
- et d'autre part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (16,1 milliards) ainsi que la baisse de l'encours des placements sur le marché monétaire (-7,7 milliards de dirhams) auxquelles s'ajoutent les recettes fiscales et douanières dont le 2ème acompte de l'IS.

De même, les opérations de la clientèle de Bank Al-Maghrib, hors Trésor, ont impacté positivement la liquidité de 2,5 milliards de dirhams émanant principalement du « Fonds Hassan II pour le développement économique et social » et du « Fonds collectif de garantie des dépôts ».

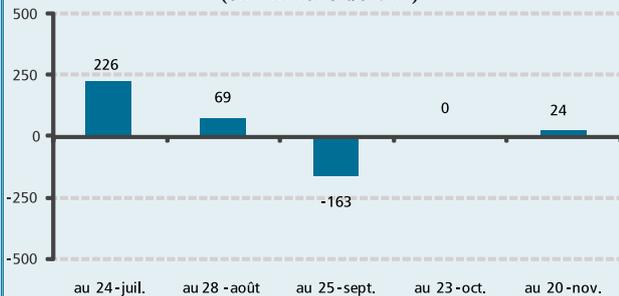
Graphique E 4.1.1 : Evolution de l'effet des FALB par trimestre (en milliards de DH)



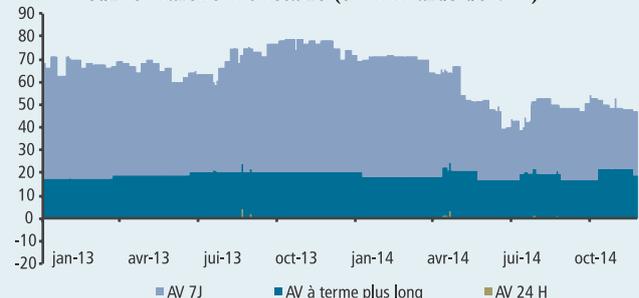
Graphique E 4.1.2 : Evolution de l'effet des FALB par mois (en milliards de DH)



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 4^{ème} trimestre de l'année 2014*, les facteurs autonomes ont impacté positivement les trésoreries bancaires de 3,3 milliards provenant en partie de la baisse de la circulation fiduciaire.

Les versements nets de la monnaie fiduciaire se sont traduits par une injection de liquidité de près de 3 milliards de dirhams attribuable aux reflux succédant aux sorties importantes opérées à l'occasion d'Aïd Al Adha.

En outre, les opérations en devises ont induit une injection de liquidité supplémentaire de plus d'un milliard de dirhams issue de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers contre dirhams de 2,2 milliards de dirhams et les cessions nettes de devises aux banques de 1,1 milliard.

* Période allant du 1^{er} octobre au 24 novembre 2014..

A l'inverse, les opérations du Trésor ont eu une incidence restrictive sur la liquidité de plus d'un milliard de dirhams résultant notamment de la différence entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (13,8 milliards) ainsi que la baisse de l'encours de ses placements sur le marché monétaire (-6,3 milliards de dirhams) auxquelles s'ajoutent les recettes fiscales et douanières ;
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (11,6 milliards), le règlement des dépenses de compensation (8,8 milliards) ainsi que le paiement des salaires des fonctionnaires (5,3 milliards) et des pensions des retraités (3,5 milliards).

Compte tenu de l'impact expansif des facteurs autonomes observé tout au long du quatrième trimestre, l'encours des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établi à 46,9 milliards de dirhams au 24 novembre, en baisse de 4 milliards par rapport à la fin du trimestre précédent.

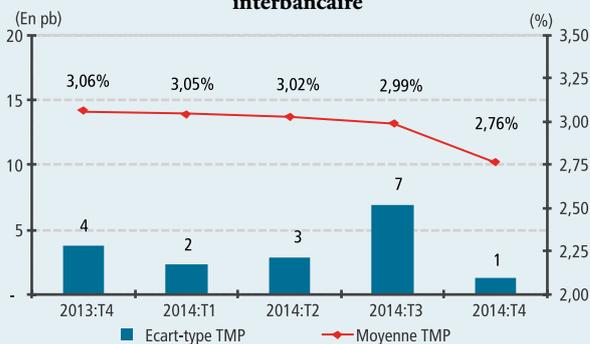
L'encours des opérations de prêts garantis à un an, au titre du programme de soutien au financement de la TPME, a été augmenté de 5 milliards de dirhams à 18,9 milliards au détriment d'une baisse de 3 milliards des opérations de pension livrée à 3 mois.

Pour leur part, les avances à 7 jours ont accusé une baisse de 6 milliards s'établissant à 28 milliards de dirhams au 24 novembre 2014.

Suite à la baisse du taux directeur de 25 pb à fin septembre, le TMP du marché monétaire s'est établi à 2,76% soit un écart par rapport au taux directeur stable à un point de base.

La volatilité du TMP demeure également faible à un point de base, au même niveau qu'au troisième trimestre (retraité de l'effet de la baisse du taux directeur).

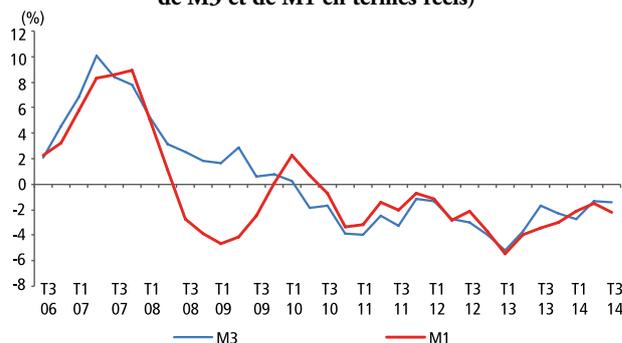
Graphique E 4.1.5 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire



en relation principalement avec l'accélération de 7,1% à 29% du taux de progression des dépôts à vue auprès du Trésor. De même, quoiqu'en baisse mensuelle de 0,4%, les titres des OPCVM monétaires ressortent en hausse annuelle de 8,6%, après 5,8% un trimestre auparavant, traduisant notamment un effet de base. En revanche, la monnaie fiduciaire, suite à une baisse mensuelle de 0,9%, a vu son taux d'accroissement annuel revenir de 5% à 3,5%. Concernant les placements à vue et les dépôts à terme, leurs rythmes de progression n'ont pas connu de variation significative s'établissant respectivement à 7,6% et à 3,1% en octobre.

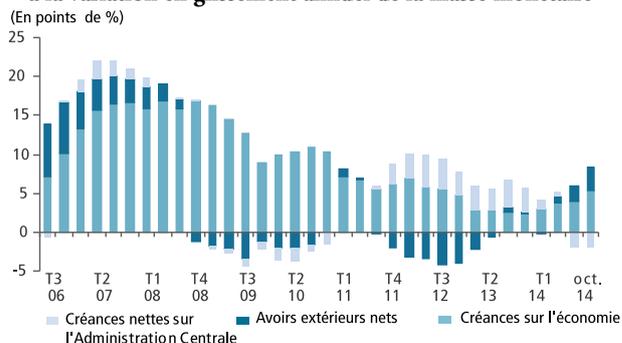
Par agent économique, les dépôts à terme des ménages se sont inscrits en hausse de 7,5% au lieu de 7%, poursuivant ainsi leur amélioration observée depuis le deuxième trimestre 2014. A l'inverse, le taux de progression des dépôts à vue des ménages est revenu de 6% à 4,7% et celui des comptes d'épargne est resté quasiment inchangé à 7,6%. S'agissant des entreprises privées, leurs dépôts ont connu des diminutions moins accentuées que celles observées au troisième trimestre, avec des variations de -1,2%

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



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

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



Source : BAM.

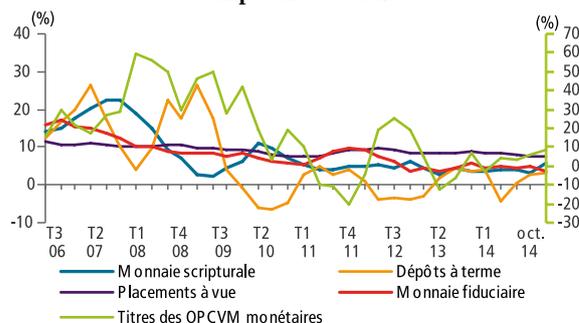
pour les dépôts à vue et de -25,5% pour les comptes à terme, contre respectivement -7,4% et -29%. Quant aux entreprises non financières publiques, leurs dépôts à vue ont augmenté de 0,5%, après une diminution de 18,6%, tandis que leurs dépôts à terme ont décéléré de 91,6% à 54,7%.

Crédit

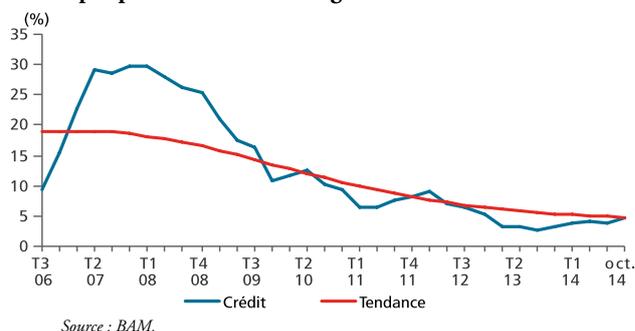
Les données relatives au mois d'octobre font ressortir une accélération du taux de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est établi à 4,6%, après 3,8% en moyenne durant le troisième trimestre 2014.

Cette évolution reflète l'amélioration des rythmes de croissance de l'ensemble de ses composantes. Ainsi, les crédits à l'équipement se sont accrus de 6,8%, contre 4,4% en moyenne le trimestre précédent, traduisant principalement une amélioration de ceux accordés aux administrations locales, aux sociétés non financières publiques et une atténuation de la baisse de ceux destinés aux entreprises privées. De même, les prêts immobiliers ont marqué une augmentation de 2,6% en octobre, après 2% en moyenne au cours du troisième trimestre. Cette évolution recouvre une accélération de 4,9% à 5,2% du taux de progression des crédits à l'habitat et une atténuation de 6,2% à 4,2% de la baisse de celui des prêts aux promoteurs immobiliers. S'agissant des crédits à la consommation, leur rythme est passé de 7,7% à 9%. Pour ce qui est des facilités de trésorerie, bien qu'en baisse mensuelle de 2,3%, liée essentiellement au repli de celles destinées aux sociétés non financières publiques, elles ont enregistré une amélioration de 0,8% en octobre, après 0,4% un trimestre auparavant. Dans le même temps, les prêts à caractère financier se sont accélérés de 2,2% au troisième trimestre, à 4,1% en octobre. Pour ce qui concerne les créances en souffrance, elles ont vu leur taux de croissance annuel revenir de 27% au troisième trimestre à 22,3%, maintenant ainsi leur ratio par rapport au crédit bancaire à 6,8%.

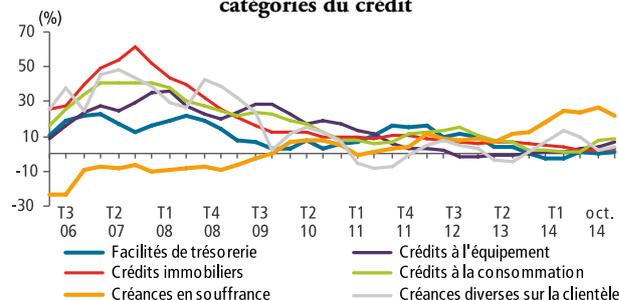
Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



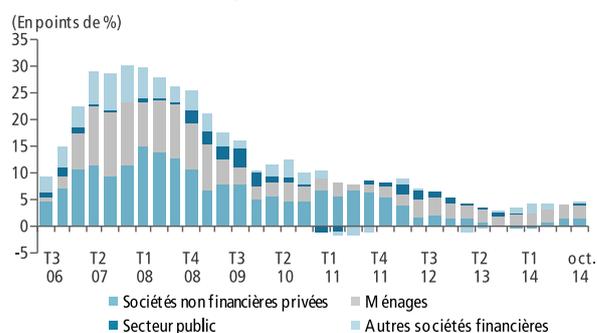
Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



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



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



Par secteur institutionnel, les concours destinés aux sociétés non financières publiques se sont améliorés en octobre de 5,9%, après une baisse de 3% en moyenne au troisième trimestre. De même, le rythme de progression des prêts destinés aux sociétés financières s’est accéléré de 0,9% à 4,6%. En revanche, la progression des prêts accordés au secteur privé s’est inscrite en léger ralentissement, revenant de 4,6% au troisième trimestre à 4,5%. Cette évolution recouvre une décélération de 7,5% à 7,1% des crédits accordés aux ménages et une accélération de 2,7% à 3% de ceux accordés aux entreprises privées.

S’agissant des conditions d’octroi du crédit bancaire, les résultats de l’enquête menée par Bank Al-Maghrib indiquent un léger durcissement de l’offre au troisième trimestre 2014, comparativement au deuxième trimestre. Ce resserrement aurait concerné les entreprises notamment les prêts destinés à la promotion immobilière et, dans une moindre mesure, ceux destinés au financement de trésorerie. Quant aux particuliers, les banques auraient durci les conditions d’octroi pour les crédits à l’habitat et assoupli ceux des prêts à la consommation. Concernant la demande du crédit, elle aurait augmenté selon les banques en relation avec la hausse de celle des particuliers, tandis que celle des entreprises aurait stagné par rapport au trimestre précédent.

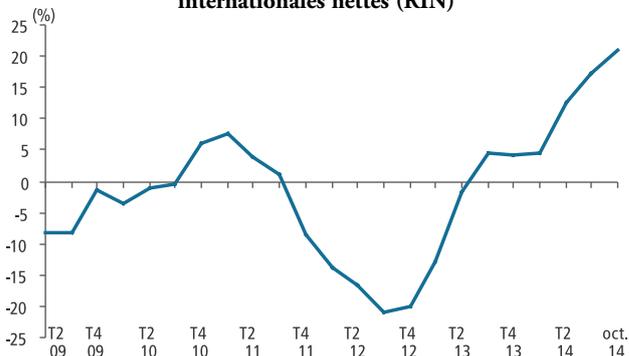
Par ailleurs, les prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire, ont accusé durant le troisième trimestre 2014 une baisse de 0,5% après une hausse de 2,4% un trimestre auparavant. En particulier, le rythme de progression de prêts distribués par les sociétés de financement, qui représentent 81% de l’encours total de ces crédits, a ralenti de 2,0% à 0,2% d’un trimestre à l’autre. Par objet, les crédits à la consommation ont accusé une baisse de 12,9%, plus accentuée que celle de 0,6% enregistrée un trimestre auparavant. En revanche, le rythme de progression du crédit bail s’est accéléré de 0,1% à 0,7% et celui des crédits d’affacturage de 25,5% à 57,6%.

Autres sources de création monétaire

Les réserves internationales nettes se sont accrues de 21,3% en octobre, au lieu de 17,2% en moyenne au troisième trimestre, traduisant principalement l’amélioration du rythme de progression des flux d’investissement directs.

S’agissant des créances nettes sur l’administration centrale, elles ont connu une contraction de 13,4% en octobre, contre 12,8% observée au trimestre précédent. Cette évolution est imputable notamment à la baisse de 7,2% des détentions des banques en bons du Trésor après une hausse de 2,3% au troisième trimestre et à l’accentuation de 34% à 53,2% de la baisse de celles des OPCVM monétaires. En revanche, l’encours des engagements des autres institutions de dépôts a connu une baisse revenant de 27,2 milliards à 13,3 milliards de dirhams.

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



Source : BAM.

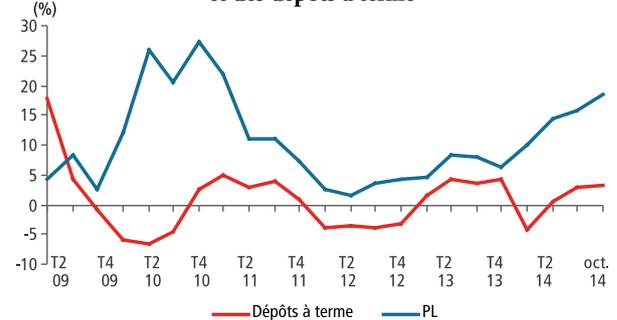
Placements liquides

En octobre 2014, les agrégats de placement se sont accrus de 18,5%, en variation annuelle, contre

15,8% au troisième trimestre. Cette amélioration a concerné l'ensemble des catégories de placements liquides.

En effet, les titres inclus dans l'agrégat PL1 ont vu leur taux de croissance annuel passer de 11,5% à 13,2%, en liaison principalement avec l'accélération du taux de progression de l'encours des bons du Trésor négociables de 11,9% à 13,7%. De même, les titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2 ont enregistré une hausse de 28,7%, après 25,7% le trimestre précédent, en relation essentiellement avec la hausse de leur valeur liquidative suite à la baisse des rendements des bons du Trésor sur le marché secondaire. Pour leur part, les titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ont augmenté de 24,7% en octobre, au lieu de 14,9% au troisième trimestre 2014, reflétant principalement l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

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



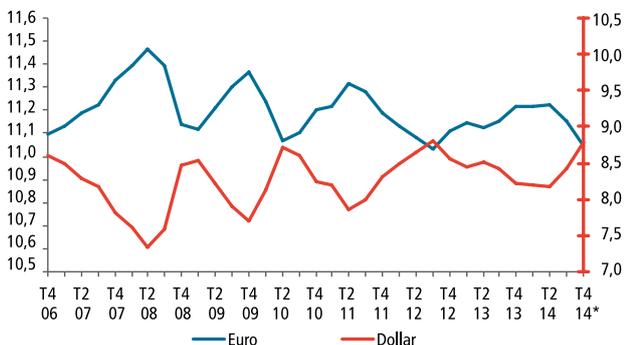
Source : BAM.

Taux de change

Par rapport au troisième trimestre, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,97% en moyenne au cours des mois d'octobre et de novembre vis-à-vis de l'euro, alors qu'elle a marqué une dépréciation de 4,17% contre le dollar américain.

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, au troisième trimestre, de 0,21% en termes nominaux et s'est apprécié de 0,4% en termes réels en raison d'un taux d'inflation globalement supérieur au Maroc comparativement aux pays partenaires et concurrents.

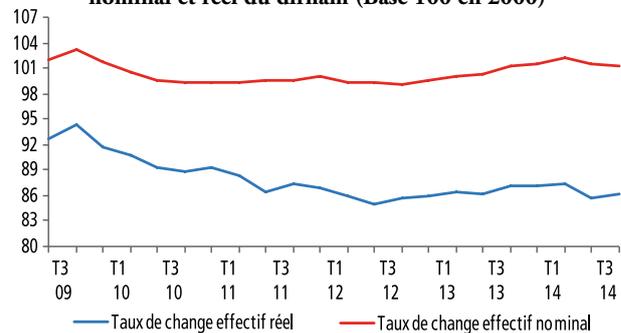
Graphique 4.13 : Evolution du taux de change du dirham



* L'observation du quatrième trimestre 2014 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} octobre au 25 novembre 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

D'un trimestre à l'autre, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est accru de 1,4% après une baisse de 1% au deuxième trimestre 2014. Cette évolution s'explique par l'accroissement de 4,3% des prix du foncier et de 0,8% de ceux des biens à usage commercial, après des replis respectifs de 3% et de 2,5% observés un trimestre auparavant. Quant aux biens résidentiels, leurs prix ont enregistré une diminution de 0,2% après une progression de 0,4%. Parallèlement, le nombre de transactions a accusé une baisse de 15,1% après une hausse de 18,4% au deuxième trimestre 2014. Cette régression a concerné toutes les catégories d'actifs avec des taux de 16,2% pour le résidentiel, 16,4% pour le commercial et 9,8% pour le foncier, après des hausses respectives de 25%, 1% et 2,3%.

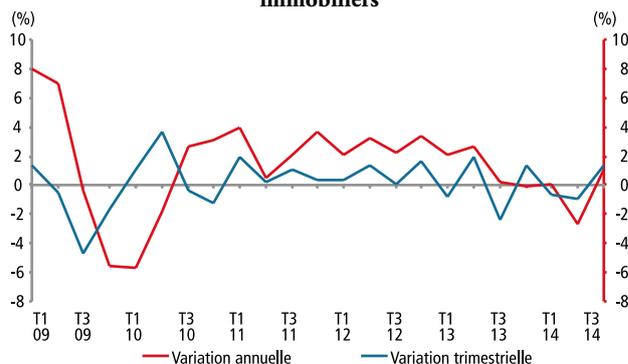
En glissement annuel, l'IPAI a augmenté de 1% après une baisse de 2,7% le trimestre précédent, en liaison avec l'accroissement de 3,4% des prix du foncier après une baisse de 8,4% le trimestre précédent et de 2,6% de ceux des biens à usage commercial après 3,3%. Pour les biens résidentiels, leurs prix n'ont pas connu de variation significative pour le deuxième trimestre consécutif. S'agissant du volume de transactions, il a augmenté de 9,3%, traduisant la progression de 11,8% pour le résidentiel, 6,9% pour le commercial et de 1,1% pour le foncier.

4.2.2 Actifs financiers

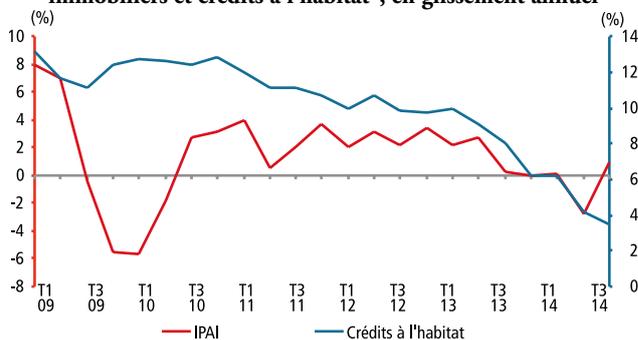
4.2.2.1 Actions

AAu terme du troisième trimestre 2014, le MASI s'est accru de 9,3% d'un trimestre à l'autre, affichant une performance depuis le début de l'année de 10,6%. Cette évolution s'est poursuivie en octobre portant la variation de

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

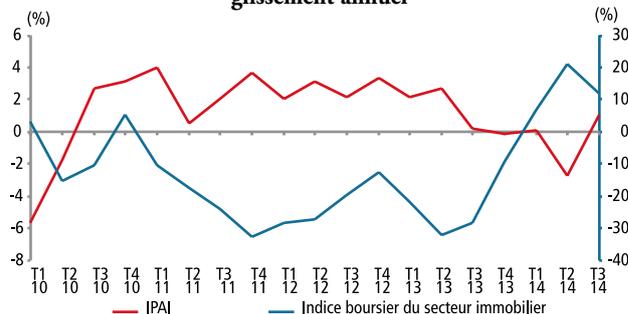


Graphique 4.16 : Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat*, en glissement annuel



* 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.

l'indice de référence à 9,5% et ce malgré la baisse mensuelle de 3,6% enregistré en novembre. Cette performance s'explique principalement par celles des secteurs « bâtiments et matériaux de construction » (34,1%), « télécommunications » (19,8%) et « banques » (9,3%), qui ont plus que compensé la contreperformance du secteur « immobilier » (-20,1%).

Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est accrue de 9% d'un trimestre à l'autre et de 9,5% depuis le début de l'année, pour se chiffrer à 493,9 milliards de dirhams, reflétant une appréciation des cours au niveau de la place de Casablanca.

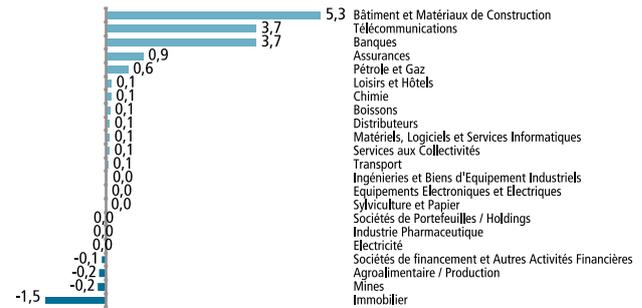
Concernant le niveau de valorisation de la place de Casablanca, le Price Earnings Ratio s'est établi en novembre à 19,3 après 17,9 au deuxième trimestre, tandis que le Price to Book Ratio a atteint 2,52 contre 2,34.

Pour ce qui est de l'activité sur le marché boursier, le volume des transactions sur le marché central a atteint 5,9 milliards de dirhams au troisième trimestre contre 4,9 milliards un trimestre auparavant. Cette augmentation est attribuable en particulier aux opérations effectuées sur le compartiment obligataire, avec un montant d'un milliard de dirhams contre 520 millions un trimestre auparavant.

Sur le marché de blocs, le volume échangé durant la même période s'est établi à 2 milliards de dirhams contre 3,4 milliards enregistré durant le deuxième trimestre de l'année.

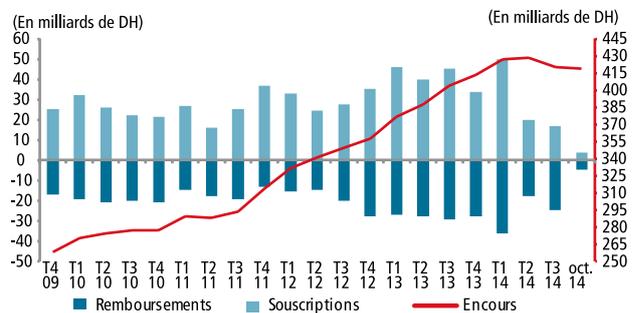
Au total, le volume de transactions depuis le début de l'année s'est chiffré à 36,4 milliards de dirhams, contre 43,9 milliards durant la même période de l'année précédente. Cette évolution reflète la baisse du montant échangé sur le marché central de 24,5 milliards de dirhams à 20,5 milliards et sur le marché de blocs de 15 milliards à 12 milliards.

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

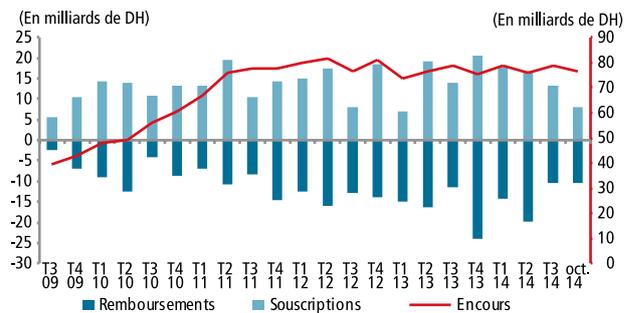


Source: Bourse de Casablanca.

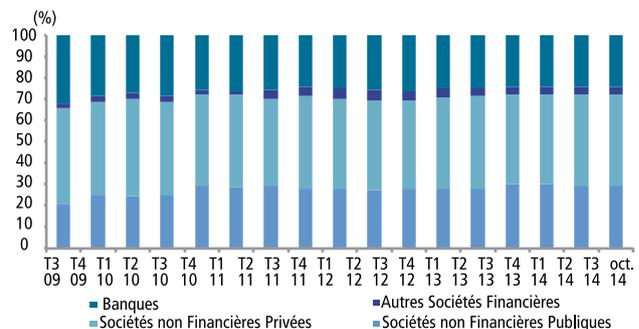
Graphique 4.20 : Evolution de l'encours des Bons du Trésor



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 %)



4.2.2.2 Titres de dettes

Bons du Trésor

Au cours des dix premiers mois de l'année, les émissions du Trésor se sont élevées à 89,7 milliards de dirhams, après 136,1 milliards au cours de la même période de l'année 2013. La ventilation de ces levées par maturité laisse indiquer que le Trésor s'est orienté depuis le début de l'année vers le moyen et le long termes avec des parts respectives de 41,1% et 53,9%. Par maturité, ces émissions ont été assorties de taux allant de 3,10% à 3,30% pour le court terme, après 3,80% à 4,17% une année auparavant, de 3,54% à 4,06% pour le moyen terme, après 4,51% à 4,86% et de 4,72% à 5,53% pour le long terme, après 4,97% à 5,51%. Tenant compte du remboursement d'un montant de 83,9 milliards de dirhams, l'encours des Bons du Trésor a atteint 418,8 milliards de dirhams à fin octobre, en hausse de 1,4% depuis le début de l'année 2014.

Titres de dette

Les levées obligataires ont totalisé, à fin octobre 2014, 11,3 milliards de dirhams en hausse de 6,8 milliards d'une année à l'autre. 38,9% ont été effectuées par les sociétés non financières privées et 48,3% par les sociétés non financières publiques. Tenant compte des remboursements, l'encours des emprunts obligataires a quasiment stagné depuis le début de l'année, pour ainsi s'établir à 91 milliards de dirhams, dont 42,3% est émis par les entreprises privées, 29,6% par les établissements publics et 24,3% par les banques.

Les émissions des autres titres de créances sur les dix premiers mois de l'année se sont établis à 56,1 milliards de dirhams, après 47,3 milliards une année auparavant. Les levées des certificats de dépôts ont atteint 40,1 milliards de dirhams en quasi-stagnation par rapport à la même période de 2013 et sont orientées principalement vers le

court et le moyen termes, avec des taux moyens variant entre 3,37% et 4,38%.

Les sociétés de financement ont, quant à elles, totalisé depuis le début de l'année des émissions d'un montant de 6 milliards avec des taux allant de 3,84% à 4,51%, après une quasi-absence d'émission durant la même période de l'année précédente. Pour ce qui est des billets de trésorerie, les émissions se sont chiffrées à 10 milliards de dirhams avec des taux allant de 4,63% à 5,29%.

Tenant compte d'un montant de remboursement de 54,8 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables a atteint 76,5 milliards de dirhams en accroissement de 1,8% par rapport à fin décembre.

4.2.2.3 Titres OPCVM

Selon les dernières données publiées par le CDVM¹, les souscriptions aux titres d'OPCVM se sont élevées à 370,9 milliards de dirhams depuis le début de l'année, après 401,6 durant la même période une année auparavant, avec une part de 69% pour les fonds monétaires et 24% pour ceux obligataires. Les rachats ont, quant à eux, atteint un montant de 330,6 milliards de dirhams après 426,2 milliards sur la même période de 2013.

Tenant compte d'une performance globale des fonds OPCVM de 8,4%, l'actif net s'est apprécié de 16,9% pour s'établir à 287,1 milliards de dirhams. Cette hausse s'explique principalement par l'accroissement, depuis le début de l'année, de l'actif net des fonds obligataires de 27,8%, de celui diversifiés de 36% qui a plus que compensé la baisse de 7,1% des fonds monétaires.

¹ Données OPCVM arrêtées au 14 novembre 2014.

5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives à l'évolution des prix à la consommation du mois d'octobre indiquent la persistance de l'inflation à des niveaux relativement bas pour le onzième mois consécutif. Elle s'est, en effet, établie à 0,6% en octobre et à 0,2% en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année contre 1,9% en 2013. Cette orientation est attribuable, d'une part, au repli des prix des produits alimentaires à prix volatils de 6,6% en moyenne depuis le début de l'année contre une progression de 3,3% en 2013, et d'autre part, à la baisse de 1,5% à 1,1% de l'inflation sous-jacente. Par composante, cette évolution recouvre une stabilité de l'inflation des biens échangeables (IPCXE) à 1,2%, dans un contexte de poursuite du mouvement désinflationniste au niveau des principaux partenaires commerciaux du Maroc, et un recul de celle des biens non échangeables (IPCXNE) revenant de 1,7% en 2013 à 0,9% durant les dix premiers mois de 2014.

Par ailleurs, et dans une conjoncture marquée par la poursuite du reflux des cours mondiaux des matières premières, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur baisse entamée au début de l'année précédente, accusant ainsi un recul de 2,7% en octobre après celui de 3% en septembre.

5.1 Evolution de l'inflation

L'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, reste orientée, depuis le début de l'année, par l'évolution des prix des produits alimentaires à prix volatils et par les ajustements apportés aux tarifs de certains produits réglementés dans un contexte de faibles pressions inflationnistes externes. Ainsi, après s'être établie à 0,1% en septembre et 0,2% en moyenne durant les neuf premiers mois de l'année, elle s'est située à 0,6% en octobre, en lien principalement avec l'atténuation de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils de 8,2% à 4,9%, ramenant leur contribution négative à l'inflation de 1,1 à 0,7 point de pourcentage. L'évolution des prix de cette catégorie de produits a été marquée par une atténuation du recul de 55,7% à 44% pour les agrumes et de 7,1% à 4,6% pour les légumes frais, ainsi que par une augmentation de 0,3% des prix des fruits frais contre une diminution de 6,3% un mois auparavant.

Concernant les tarifs des « carburants et lubrifiants », leur progression a connu une légère accélération à 5,6%, après 5,2%, résultat d'une part, de la réduction de la subvention unitaire au gasoil et de la dépréciation de la monnaie nationale contre le dollar américain, et d'autre part, du repli

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

	Glissement mensuel (%)			Glissement annuel (%)		
	août 14	sept. 14	oct. 14	août 14	sept. 14	oct. 14
Inflation	0,6	0,1	0,6	0,0	0,1	0,6
- Produits alimentaires à prix volatils	1,8	-0,8	4,0	-9,9	-8,2	-4,9
- Carburants et lubrifiants	-2,1	0,0	-1,0	11,8	5,2	5,6
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	2,5	0,5	0,4	2,5	3,0	3,4
Inflation sous-jacente	-0,2	-0,2	0,0	1,0	0,9	0,8
- Produits alimentaires	-0,3	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4
- Articles d'habillement et chaussures	0,1	0,1	0,2	2,1	1,8	1,7
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,1	0,1	0,0	1,5	1,3	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,0	0,0	0,9	0,8	0,8
- Santé*	0,1	0,4	0,0	2,6	1,7	1,9
- Transport*	-0,2	0,1	0,1	0,9	0,9	0,8
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,1	-1,0
- Enseignement	0,0	2,9	0,3	3,5	3,4	3,3
- Restaurants et hôtels	0,2	0,2	0,1	2,1	2,3	1,9
- Biens et services divers	0,0	0,0	0,2	1,1	1,1	1,1

* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

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

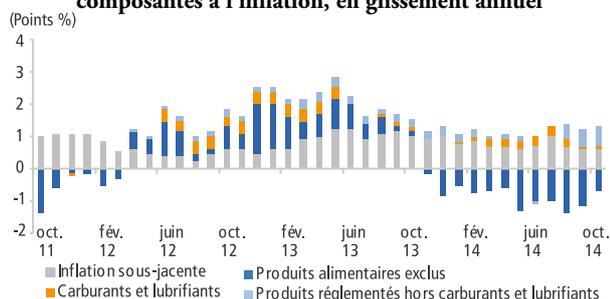


Sources : HCP et calculs BAM.

des cours internationaux des produits pétroliers. L'inflation des autres biens et services réglementés qui continue d'être tirée par les révisions des tarifs de l'eau et de l'électricité, est passée de 3% à 3,4% en octobre. Cette accélération est liée principalement à la progression de 3,9% des tarifs du transport routier des passagers après 1,5% un mois auparavant.

Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et de ceux à tarifs réglementés, le reflux des prix de certains produits alimentaires, notamment « la viande fraîche » et « les légumineuses sèches » et la dissipation de l'effet de la hausse des prix du « lait » ont contribué au recul de l'inflation sous-jacente durant les trois derniers mois à 0,9% en septembre et à 0,8% en octobre avec un maintien de sa contribution à l'inflation à 0,6 point de pourcentage.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers

Produits	A partir du					
	16 sept 14	1 oct. 14	16 oct. 14	1 nov. 14	16 nov. 14	1 déc. 14
Super carburant (Dh/Litre)	13,06	12,87	12,80	11,97	12,05	11,78
Gasoil 50 (Dh/Litre)	9,69	9,69	9,69	9,69	9,69	9,69
Fuel industriel (Dh/Tonne)	5863	5787	5653	5027	4943	4 602

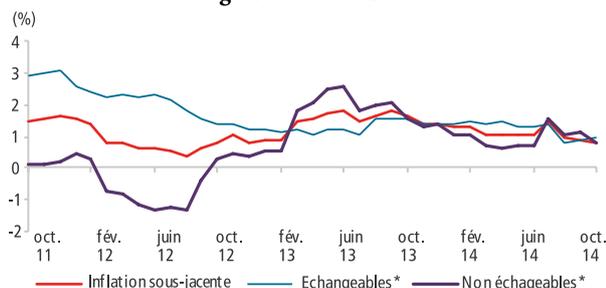
Source : Ministère de l'énergie et des mines.

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse de l'évolution des prix selon les composantes échangeable (IPCXE) et non échangeable (IPCXNE) du panier de référence de l'IPC montre que les prix des biens non échangeables ont vu leur rythme de progression, en glissement annuel, ralentir de 1,1% en septembre à 0,8% en octobre, leur contribution à l'IPCX étant revenue de 0,5 point à 0,4 point de pourcentage.

Pour sa part, l'inflation des biens échangeables est restée quasi inchangée à 1% entre septembre et octobre, avec une contribution à l'IPCX demeurée constante à 0,5 point de pourcentage. Cette évolution recouvre, toutefois, des variations divergentes pour ses composantes. Si les prix des voitures automobiles ont connu un ralentissement de leur taux d'accroissement entre septembre et octobre, ceux des produits à base de céréales ont, en revanche, enregistré une accélération. D'autres produits, notamment les huiles ont, quant à eux, enregistré des augmentations de prix identiques durant ces deux derniers mois.

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

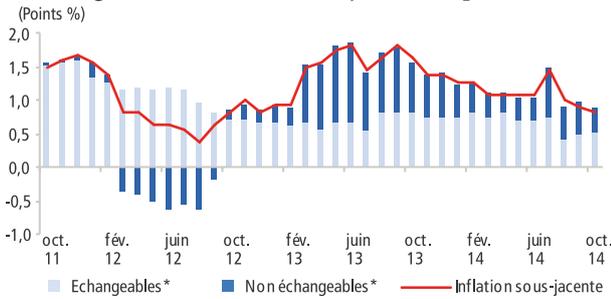
Sources : HCP et calculs BAM.

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 (%)		
	août 14	sept. 14	oct. 14	août 14	sept. 14	oct. 14
Biens échangeables (IPCXE)	-0,1	0,1	0,2	0,8	0,9	1,0
Biens non échangeables (IPCXNE)	-0,1	0,5	-0,1	1,0	1,1	0,8

Sources : HCP et calculs de BAM.

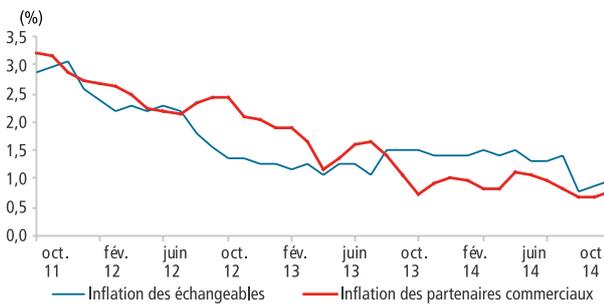
Graphique 5.4 : Contribution des biens échangeables* et non échangeables* à l'inflation sous-jacente, en points de %



* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM.

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



* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP, IFS et calculs BAM.

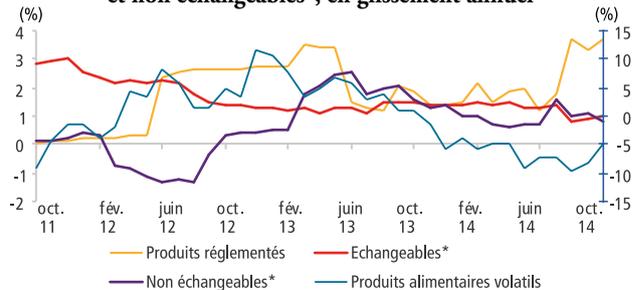
5.3 Biens et services

La ventilation en biens et services laisse indiquer un ralentissement du rythme de baisse des prix des biens non transformés de 5,1% à 3,4%, une évolution qui a été à l'origine de l'accélération observée de l'inflation entre septembre et octobre 2014. Leur contribution à cette dernière étant passée de -1,2 point de pourcentage en septembre à -0,8 point de pourcentage en octobre. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants, quoi qu'en légère accélération de 5,2% à 5,6%, ont maintenu leur contribution à l'inflation à 0,1 point de pourcentage. Les prix des services ont évolué au même rythme que le mois précédent, soit 3,2% alors que la progression de ceux des biens transformés hors carburants et lubrifiants est passée de 0,4% à 0,5%.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle ont enregistré une baisse mensuelle de 0,2%, en octobre 2014,

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



* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM.

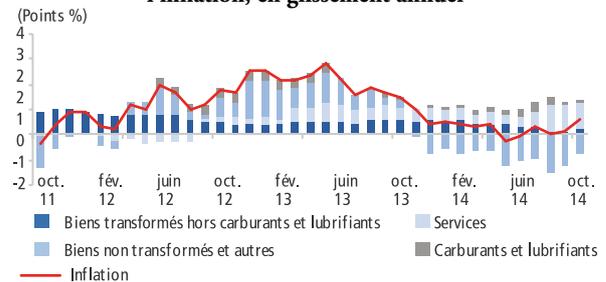
Tableau 5.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés

	Contributions à l'inflation en glissement mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	sept. 14	oct. 14	sept. 14	oct. 14
Produits exclus de l'IPCX				
Produits alimentaires volatils	-0,1	0,5	-1,1	-0,7
Produits réglementés	0,1	0,0	0,7	0,7
Biens échangeables*	0,0	0,1	0,3	0,3
Biens non échangeables*	0,1	0,0	0,3	0,3

* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs de BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 14	sept. 14	oct. 14	août 14	sept. 14	oct. 14
Biens transformés*	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5
Biens non transformés et autres	1,4	0,8	0,2	3,0	3,2	3,2
Services	0,5	-0,6	2,1	-6,4	-5,1	-3,4
Carburants et lubrifiants	-2,1	0,0	-1,0	11,8	5,2	5,6

* Hors carburants et lubrifiants.

Sources : HCP et calculs de BAM.

après celle de 0,1% un mois auparavant. Cette évolution est liée principalement à la poursuite du recul des prix de la branche «cokéfaction et raffinage» de 2,4% après 1,1% le mois précédent. Cette baisse a plus que compensé les hausses de 0,4% et de 0,2% observées respectivement au niveau de « l'industrie chimique » et des « industries alimentaires ». En glissement annuel, les prix à la production industrielle continuent de s'inscrire en baisse avec un taux de 2,7% en octobre au lieu de 3% en septembre, en liaison avec les diminutions de 12,9% et de 6,4% des prix à la production des branches « produits chimiques» et « Cokéfaction et raffinage » respectivement.

5.5 Anticipations d'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'octobre 2014, indiquent que les prix des produits industriels seraient orientés à la baisse au cours des trois prochains mois. En effet, 26% des chefs d'entreprises anticipent une baisse des prix alors que 5% tablent sur une hausse soit un solde d'opinion de -21% au lieu de -10% un mois auparavant (Graphique 5.9). Les 70% des enquêtés restants prévoient une stagnation des prix de ces produits.

Les résultats font également ressortir une anticipation à la hausse de l'inflation au cours des trois prochains mois. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises anticipant une stagnation de l'inflation, s'est établi à 73% en octobre, alors que 23% d'entre eux prévoient une accélération du niveau général des prix au cours de cette même période et 5% prévoient une baisse de l'inflation soit un solde d'opinion de 18% contre 22% un mois auparavant (Graphique 5.10).

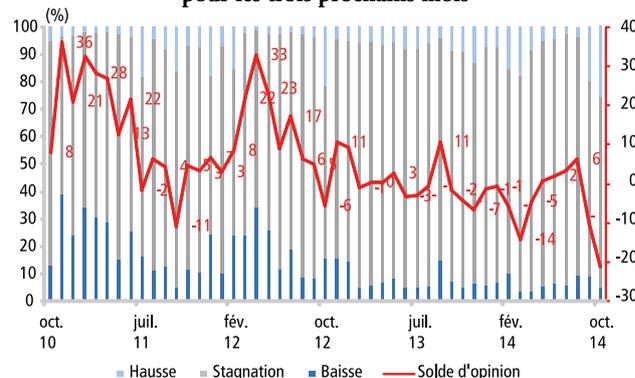
Par ailleurs, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation relative au quatrième trimestre 2014, montrent que les experts du secteur financier s'attendent à une baisse de 2% à 1,8% de l'inflation à l'horizon de six trimestres.

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



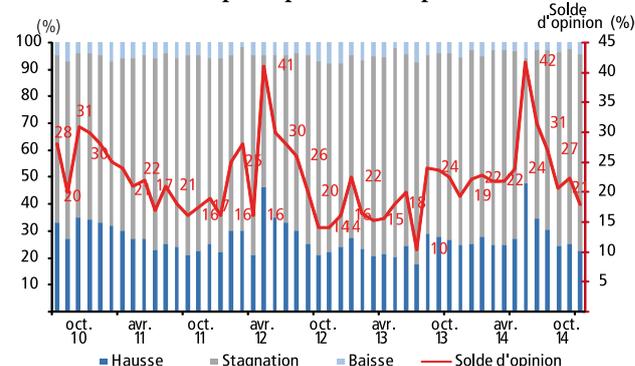
Sources : HCP et calculs BAM.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. Ce scénario tient compte de la suppression de la subvention du gazoil et des nouvelles modalités de facturation et dispositions tarifaires pour l'électricité, l'eau potable et l'assainissement liquide prévues au niveau du Bulletin Officiel N°6275 Bis. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres s'établirait en moyenne autour de 1,2%, soit un niveau inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM. Au cours de l'année 2014, l'inflation devrait se situer autour de 0,4%. Quant à 2015, elle devrait évoluer en moyenne aux environs de 1,2%. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée. Au plan externe, les risques sont liés aux incertitudes entourant l'évolution des cours internationaux des matières premières énergétiques et à une croissance plus faible qu'anticipé chez les principaux pays partenaires. Au plan interne, ils proviennent d'éventuels effets plus prononcés que prévu des relèvements du SMIG, des prix des hydrocarbures ainsi que de l'électricité et l'eau potable.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

Dans le sillage de la dissipation progressive des contraintes temporaires et des faibles répercussions des tensions géopolitiques en Europe de l'Est et au Moyen Orient sur les cours des matières premières et les marchés financiers, l'activité mondiale continue d'afficher des taux de croissance positifs. Toutefois, le profil de la croissance demeure hétérogène dépendamment des résultats des politiques de relance et des contraintes spécifiques à chaque pays. En effet, du côté des économies avancées, les Etats-Unis et le Royaume-Uni affichent particulièrement une dynamique favorable, soutenue par l'assouplissement du rééquilibrage budgétaire et la poursuite de politiques monétaires globalement accommodantes dans un contexte de décélération du processus de désendettement du secteur privé. La zone euro connaît en revanche une légère reprise, freinée par la persistance de niveaux de chômage élevés, l'importance des capacités productives inutilisées et le processus de rétablissement de la viabilité des finances publiques. S'agissant des grandes économies émergentes, si les efforts des pouvoirs publics en Chine et en Inde ont permis de maintenir la croissance à un niveau élevé, la situation dans certains pays (particulièrement le Brésil) reste mitigée, notamment en raison du durcissement des conditions financières et de l'aggravation des déséquilibres internes et externes.

Sur le plan des analyses fines, la croissance économique de la zone euro a enregistré un taux de 0,8% au 3^{ème} trimestre de 2014, soit un niveau similaire à celui observé au 2^{ème} trimestre de la même année. Cette réalisation reflète la poursuite du redressement de l'économie Espagnole (1,6% au 3^{ème} trimestre après 1,2% au 2^{ème}) et l'amélioration, quoique modérée, de l'activité en France (0,4% au 3^{ème} trimestre contre 0% au 2^{ème}), tandis que la croissance en Allemagne a affiché un léger recul (1,2% au 3^{ème} trimestre suite à 1,4% au 2^{ème}) et la récession s'est prolongée en Italie (-0,5% au 3^{ème} trimestre après -0,4% au 2^{ème}).

Le maintien de la croissance dans la zone euro a découlé principalement de la dynamique relativement favorable de la consommation, alors que l'investissement et le commerce ont connu des évolutions mitigées. Ainsi, les dépenses des ménages ont continué d'augmenter durant le 3^{ème} trimestre de 2014, comme en attestent l'accroissement du volume des ventes au détail et la progression des nouvelles immatriculations de voitures particulières. À l'opposé, la production industrielle de biens d'équipement (indicateur avancé de l'évolution future de l'investissement hors construction) s'est inscrite en baisse durant le 3^{ème} trimestre de 2014, confirmant les tendances dégagées de l'enquête de la Commission européenne et de l'indice des directeurs d'achat. Par ailleurs, les données récentes sur le secteur de la construction font ressortir des tendances contrastées. D'une part, l'indice des directeurs d'achat concernant cette activité a régressé, une

évolution retracée également par l'indicateur de la Commission européenne sur la confiance dans le secteur qui se situe à un niveau inférieur à sa tendance de long terme. D'autre part, les réalisations pointent vers une légère amélioration de la production dans la construction au 3ème trimestre de 2014 après le recul observé au 2ème trimestre. Concernant les échanges extérieurs de la zone euro, leur contribution à la croissance serait négative au cours du 3ème trimestre, en lien avec une progression plus dynamique des importations relativement aux exportations.

S'agissant du marché du travail, les dernières statistiques font état d'une stabilisation du taux de chômage dans la zone euro à 11,5% entre les mois de septembre et octobre, soit un niveau toujours élevé quoiqu'en légère baisse relativement au pic de 12% atteint au 2ème trimestre de 2013. Cette évolution traduit la stagnation observée en France (10,5% en septembre et octobre), le léger recul enregistré en Allemagne (4,9% en octobre suite à 5% en septembre) et en Espagne (24% en octobre suite à 24,1% en septembre) et la hausse relevée en Italie (13,2% en octobre après 12,9% en septembre).

Dans ce contexte, l'inflation continue d'afficher des niveaux faibles dans la zone euro, stagnant à environ 0,3% entre les mois de septembre et novembre. Cette tendance reflète la baisse significative des cours du pétrole à l'échelle internationale et la modération des prix produits manufacturés qui ont largement compensé la hausse des prix des produits alimentaires et des services.

Pour ce qui est de l'économie américaine, après un taux de croissance de 2,6% réalisé au 2ème trimestre de 2014, l'activité affiche toujours un profil favorable durant le 3ème trimestre qui devrait connaître une croissance de 2,4%. Cette dynamique est particulièrement soutenue par la vigueur de la demande intérieure qui bénéficie de la faiblesse du coût de l'emprunt, de la baisse des prix de l'essence ainsi que de l'amélioration des conditions sur le marché de l'emploi. Aussi, et en rupture avec les tendances observées en début d'année, le commerce extérieur a contribué

positivement à la croissance durant le 3ème trimestre consécutivement à une forte hausse des exportations et à la compression des importations.

Les bonnes performances de l'économie américaine continuent de profiter au marché du travail qui confirme depuis plusieurs mois son rétablissement. Ainsi, le chômage a de nouveau reculé aux Etats-Unis passant de 5,9% au mois de septembre à 5,8% au mois d'octobre. Par ailleurs, les enquêtes récentes ont démontré que les améliorations observées sur le marché de l'emploi ont concerné à la fois les travailleurs embauchés à mi-temps pour des raisons économiques que les chômeurs de longue durée. Dans ce contexte, les demandes d'assurance chômage ont stagné à un niveau relativement bas.

L'inflation aux États-Unis s'est inscrite en baisse passant de 2,1% au mois de juin à 1,7% au mois d'octobre. Cette tendance découle de la décroissance significative des prix de l'énergie qui a tempéré la hausse des prix des produits alimentaires et des services.

Ainsi et compte tenu de l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds monétaire international, datant du mois d'octobre, tablent pour la zone euro sur une croissance de l'ordre de 0,8% en 2014 et 1,3% en 2015. En ce qui concerne les Etats-Unis, le FMI anticipe des taux de croissance de 2,2% et 3,1% respectivement pour 2014 et 2015. Au regard des taux communiqués lors du RPM du mois de septembre, les prévisions de croissance de la zone euro ont été revues à la baisse (des taux de 1,1% et 1,5% étaient prévus pour 2014 et 2015), alors que celles de l'économie américaine ont connu une amélioration (des taux de 1,7% et 3% étaient prévus pour 2014 et 2015).

Les risques baissiers planant sur les perspectives de l'activité économique se sont relativement intensifiés depuis le dernier trimestre. À court terme, la persistance de la crise Ukrainienne et l'escalade des tensions au Moyen Orient accentuent toujours les craintes liées à un renchérissement significatif des cours des matières premières énergétiques, ainsi qu'à une forte baisse des prix des actifs financiers qui impliquerait de nouvelles interactions négatives avec la sphère réelle. De même, une

hausse plus forte que prévu des taux américain de long terme, dans le sillage du processus de normalisation de la politique monétaire, pourrait provoquer une inversion de la modération récente des primes de risque et accroître la volatilité sur les marchés financiers. Par ailleurs, le prolongement de la baisse des prix, particulièrement dans la zone euro, alimente les appréhensions relatives à une inflation durablement faible en cas de chocs économiques défavorables. Enfin, une croissance plus faible qu'anticipé chez les pays émergents pourrait impacter négativement le commerce international.

À moyen terme, un cycle prolongé de croissance économique modérée pourrait affaiblir le potentiel de croissance des pays avancés à cause de la baisse de l'investissement, particulièrement dans les domaines de la recherche et du développement, qui conditionnent dans une grande mesure le stock de capital et la productivité totale des facteurs. S'agissant des pays émergents, les tergiversations sur la mise en place de politiques publiques à même d'accommoder les contraintes structurelles qui affaiblissent la croissance potentielle, le durcissement des conditions financières internationales, ainsi que l'atonie de la reprise chez les pays avancés pourraient freiner durablement le rythme de la croissance économique.

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 0,9% en 2014 et de 1,3% en 2015 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de septembre, les prévisions de croissance de nos principaux partenaires ont été révisées à la baisse au regard des évolutions récentes des conditions internationales. 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 bulletin du mois de septembre sur la politique monétaire, des taux compris entre 1,5% et 1,7% en 2014 et 1,6% et 1,9% en 2015. De son côté, la BCE prévoit, dans son bulletin

du mois de novembre, des taux d'inflation de 0,5% pour 2014 et 1% pour 2015, en baisse par rapport aux niveaux communiqués dans l'édition précédente. À moyen terme, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro sont globalement orientés à la baisse en raison des incertitudes entourant l'activité économique, les cours des matières premières ainsi qu'un éventuel désencrage des anticipations de l'inflation

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

6.1.2 Environnement national

Après un ralentissement notable de l'activité en 2014 lié à la contraction de la valeur ajoutée agricole et à la décélération de la demande intérieure, les perspectives de croissance de l'économie nationale pour l'année 2015 laisserait globalement entrevoir une orientation favorable de l'activité. Celle-ci serait portée, d'un côté, par le redressement des activités non agricoles en lien notamment avec le profil positif de la demande étrangère adressée au Maroc et, d'un autre côté, par la dissipation de la contribution négative de la valeur ajoutée agricole.

En effet, bien que les conditions de démarrage de la campagne agricole aient été marquées par un retard des précipitations, le cumul pluviométrique enregistré durant le mois de novembre et les mesures prises par le Département de l'Agriculture devraient favoriser le bon déroulement de la présente campagne agricole. A cet égard, les marchés ont été approvisionnés par 1,9 million de quintaux de semences et 1,23 million de tonnes en engrais sélectionnés pour satisfaire les besoins des agriculteurs. Il a été également prévu d'étendre le programme d'équipement en irrigation localisée et l'assurance multirisque agricole à de nouvelles

cultures pour atteindre 1 million d'hectares à fin 2015. Enfin, des programmes en matière d'analyse du sol et d'élaboration de cartes de fertilité ont été mis en place pour améliorer la production et réduire les coûts.

Dans cette perspective, nous retenons comme hypothèse dans notre scénario central une production céréalière moyenne de 68 millions de quintaux pour la présente campagne agricole.

Pour sa part, l'activité non agricole devrait afficher une évolution favorable en 2015. Cette dynamique trouve son origine, d'une part, dans le redressement progressif des activités phosphatières et, d'autre part, dans la reprise anticipée, bien que modérée, de l'activité dans la zone euro qui devrait soutenir tant les secteurs industriels que les nouveaux métiers du Maroc. D'ailleurs, à fin octobre 2014, les exportations du textile et cuir ont enregistré une hausse de 3,5% et celles de l'automobile et de l'électronique se sont accrues de 29,3% et de 25,3% respectivement.

S'agissant de la demande intérieure, elle serait essentiellement stimulée par la consommation finale des ménages qui devrait afficher un profil plus vigoureux en raison de l'amélioration attendue des transferts des MRE, des revenus des ménages ruraux et du soutien de la politique monétaire.

En ce qui a trait à l'investissement, l'Etat poursuivrait son soutien à l'activité économique avec des dépenses d'investissement programmées, au titre du projet de Loi de Finances à hauteur de 49,2 milliards de dirhams, soit près de 5% du PIB. Aussi, l'investissement privé devrait connaître une évolution favorable comme en témoigne la progression de 6,8% des crédits à l'équipement enregistrée à fin octobre 2014.

Au regard de ces évolutions, un taux de croissance du PIB non agricole de 4,5% est retenu dans le cadre du présent exercice de prévision. De son côté, la croissance globale devrait s'établir à 4,4% en 2015 après un taux de 2,5% prévu pour 2014.

Concernant le marché du travail, les dernières données datant du troisième trimestre 2014 pointent vers une hausse du taux de chômage national qui est passé de 9,1% à 9,6%, soit une

hausse de 0,5 point de pourcentage en glissement annuel. Cette évolution recouvre des hausses de 14% à 14,5% en milieu urbain et de 3,7% à 4,1% au niveau du rural. Les principales créations d'emplois ont concerné les services, les BTP et l'industrie avec respectivement 60.000, 42.000 et 31.000 nouveaux postes créés. En revanche, le secteur agricole a connu une perte de 75.000 postes d'emplois.

Les tensions sur le marché du travail demeurent faibles, comme le laissent présager les derniers résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM. En effet, les industriels tablent globalement sur une quasi-stagnation de l'effectif employé dans l'ensemble des branches industrielles pour le trimestre en cours à l'exception de la branche chimie et parachimie qui anticipe une hausse de son effectif. Dans ces conditions, le scénario central de cet exercice de prévision retient, conformément aux décisions prises par le Gouvernement dans le cadre du dialogue social, une hausse de 5% du SMIG en juillet 2015 après 5% en juillet 2014.

Par ailleurs et en lien avec la consolidation de l'offre, la modération de la demande en provenance des pays émergents et le relâchement à court terme des tensions géopolitiques, la Banque Mondiale a revu à la baisse, dans son édition du mois d'octobre, ses prévisions du prix du baril du pétrole. Celles-ci sont passées de 106\$ à 101,5\$ pour 2014 et de 104\$ à 95,7\$ pour 2015. De son côté, le FMI anticipe aussi, dans son édition du mois d'octobre, une légère baisse des prix du pétrole en 2014, soit 102,8\$/baril contre 104\$/baril dans l'édition précédente. La prévision de l'année 2015 est restée quasiment inchangée à hauteur de 99,4\$/baril.

Ainsi, compte tenu des évolutions récentes sur les marchés des produits énergétiques et des dispositions du système d'indexation prévues dans l'arrêté du Chef du Gouvernement N°3.01.14 datant du 15 janvier 2014, ainsi que de la charge de compensation programmée dans le cadre du projet de Loi de Finances 2015, le prix du gasoil à la pompe devrait connaître une légère hausse avant de se stabiliser sur le reste de l'horizon de prévision.

6.2 Prédiction d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale sur l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1,2%, soit un niveau inférieur à celui prévu pour le dernier RPM (1,6%). Pour l'année 2014, la prévision de l'inflation fait ressortir un taux moyen de 0,4%, en baisse également par rapport à celui prévu dans l'exercice de septembre (0,7%). Cette révision est due à une décroissance significative des prix des produits alimentaires durant le troisième trimestre de 2014. Au cours de l'année 2015, la prévision de l'inflation devrait s'établir à 1,2%, soit un niveau plus modéré que celui communiqué lors du dernier exercice (1,9%).

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. Au plan externe, les risques sont liés aux incertitudes entourant l'évolution des cours internationaux des matières premières énergétiques et à une croissance plus faible qu'anticipé chez les principaux pays partenaires. Au plan interne, ils proviennent d'éventuels effets plus prononcés que prévu des relèvements du SMIG, des prix des hydrocarbures ainsi que de l'électricité et l'eau potable. La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau

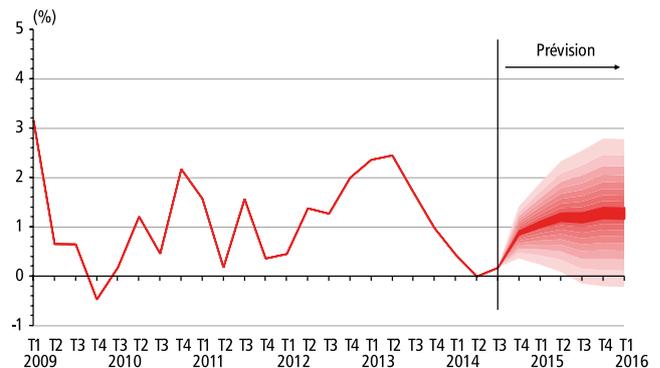
de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (à une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2014 T4 – 2016 T1

	2014		2015		2016		Moyenne		HP*
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	2014	2015	
Prévision centrale (%)	0,9	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	0,4	1,2	1,2

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

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2014 T4 - 2016 T1 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGHRIB

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب