



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 29 / 2013

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 17 décembre 2013





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 17 décembre 2013



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	15
1.1 Production	15
1.2 Consommation	17
1.3 Investissement	18
1.4 Commerce extérieur	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	22
3. Environnement international et prix à l'importation	24
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	24
3.2 Prix des matières premières et inflation	29
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	31
4. Conditions monétaires et prix des actifs	33
4.1 Conditions monétaires	33
4.2 Prix des actifs	39
5. Evolution récente de l'inflation	42
5.1 Evolution de l'inflation	42
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	43
5.3 Biens et services	44
5.4 Indice des prix à la production industrielle	45
5.5 Anticipations d'inflation	45
6. Perspectives de l'inflation	47
6.1 Hypothèses du Scénario de base	47
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	50

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes	16
Graphique 1.2	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires.....	16
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale.....	16
Graphique 1.4	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers.....	17
Graphique 1.5	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale	17
Graphique 1.6	: Projections de la croissance du PIB T3 2013-T3 2014.....	17
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des recettes voyages	18
Graphique 1.8	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des crédits à la consommation.....	18
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement	18
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires.....	18
Graphique 1.11	: Cumul des importations	19
Graphique 1.12	: Cumul des exportations	19
Graphique 1.13	: Evolution des quantités importées et des prix du pétrole brut.....	20
Graphique 1.14	: Evolution des quantités exportées et des prix du phosphate.....	20
Graphique 2.1	: Output gap non agricole	21
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie	21
Graphique 2.3	: Solde d'opinion relatif à l'évolution du coût unitaire de production	21
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail	22
Graphique 2.5	: Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité.....	22
Graphique 2.6	: Variation de l'indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel.....	23
Graphique 2.7	: SMIG trimestriel en termes nominal et réel.....	23
Graphique 3.1	: Evolution du spread LIBOR -OIS.....	24
Graphique 3.2	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis.....	24
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	25
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI	25
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX	25
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	26
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés	26
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents	27
Graphique 3.9	: Evolution des indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	27
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en \$/baril	28
Graphique 3.11	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	29
Graphique 3.12	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés.....	29
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières	30
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	30
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'import hors énergie	31
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'import des produits miniers	31
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import des demi-produits.....	31
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires	32
Graphique 3.19	: Evolution de l'IPM.....	32
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire	33
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor.....	34
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle	34
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire.....	34

Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires	35
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	35
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	35
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire	35
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs	36
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs.....	36
Graphique 4.5	: Variation en glissement annuel de M3.....	36
Graphique 4.6	: Ecart monétaire	36
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire	37
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel des composantes de M3.....	37
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel des dépôts	37
Graphique 4.10	: Variation en glissement annuel du crédit	37
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit.....	38
Graphique 4.12	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	38
Graphique 4.13	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes	38
Graphique 4.14	: Variation en glissement annuel des placements liquides et des dépôts à terme	39
Graphique 4.15	: Evolution du taux de change du dirham.....	39
Graphique 4.16	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham.....	39
Graphique 4.17	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers.....	40
Graphique 4.18	: Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat	40
Graphique 4.19	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier.....	40
Graphique 4.20	: Evolution des indices boursiers.....	40
Graphique 4.21	: Evolution depuis le début de l'année, des indices sectoriels.....	41
Graphique 4.22	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents et frontiers au deuxième trimestre 2013.....	41
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente	42
Graphique 5.3	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés 43	
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes de l'IPC à l'inflation	43
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente.....	44
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables	44
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux.....	44
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	45
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	45
Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière.....	45
Graphique 5.10	: Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles	46
Graphique 5.11	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	46
Graphique 5.12	: Anticipations de l'inflation par les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	46
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2013 T4 - 2015 T1	51

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 2013.....	19
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage.....	22
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance	26

Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance	27
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage	28
Tableau 3.4	: Perspectives d'évolution des taux de chômage dans les principaux pays avancés	28
Tableau 3.5	: Futures du prix du pétrole	29
Tableau 3.6	: Perspective de l'inflation dans le monde,	30
Tableau 3.7	: Evolution de l'IPM	32
Tableau 4.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	33
Tableau 4.2	: Taux créditeurs	34
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions	41
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes	42
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur en 2013	43
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	43
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés	44
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services	45
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2013 T4 –2015 T1	51

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	34
-------------	--	----

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 17 décembre 2013

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 17 décembre 2013.
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 2015.
3. Au niveau international, le Conseil a noté que l'activité économique a continué de se redresser au troisième trimestre 2013 dans les pays avancés et d'évoluer de manière différenciée dans les pays émergents. Ainsi, la reprise s'est poursuivie aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, alors que la contraction du PIB, en glissement annuel, s'est atténuée dans la zone euro. Dans les principaux pays émergents, les données disponibles pour le troisième trimestre montrent que la croissance s'est accélérée en Chine et en Inde, alors, qu'au Brésil, elle a décéléré par rapport au trimestre précédent. Malgré les signes de reprise, le chômage persiste à des niveaux élevés dans la zone euro où il a enregistré un taux de 12,1% en octobre. En revanche, aux Etats-Unis, il poursuit son recul avec une baisse à 7% en novembre. En matière de politique monétaire, la Réserve Fédérale américaine a maintenu, lors de sa réunion du 30 octobre, son taux directeur inchangé dans une fourchette de 0 à 0,25%. De même, la BCE a maintenu son taux inchangé en décembre, après l'avoir baissé à 0,25% en novembre. Dans ce contexte, les conditions financières se sont relativement assouplies dans la zone euro avec notamment une baisse des taux interbancaires et des rendements obligataires. Le crédit continue, toutefois, sa contraction pour le 17ème mois consécutif, avec une baisse de 2,1% en octobre, alors qu'aux Etats-Unis, son rythme de progression a enregistré une décélération à 1,5% en novembre. Au niveau des marchés des matières premières, les cours ont poursuivi leur recul au mois de novembre ; en particulier, le prix du Brent s'est replié de 2,4% d'un mois à l'autre et de 3% par rapport à la même période de l'année précédente. Dans ces conditions, les pressions désinflationnistes observées ces derniers mois dans les principaux pays avancés se maintiennent avec un taux d'inflation de 0,9% dans la zone euro en novembre et de 1% aux Etats-Unis au mois d'octobre.
4. Au niveau national, la croissance s'est établie à 4,4% au premier semestre, recouvrant une progression de 20,3% de la valeur ajoutée agricole et une décélération à 2,2% de celle des activités non agricoles, après 4,5% en moyenne pour l'année 2012. Au deuxième semestre, le PIB devrait enregistrer une progression de 5%, liée à la forte augmentation de la valeur ajoutée agricole et à une relative amélioration des activités non agricoles qui devraient croître de 2,8%. Au total, la croissance pour 2013 devrait se situer entre 4,5% et 5%. Pour 2014, selon les prévisions préliminaires de BAM, et sous l'hypothèse d'une campagne céréalière moyenne de 70 millions de quintaux, elle devrait s'établir dans une fourchette allant de 2,5% à 3,5%, recouvrant une amélioration du PIB non agricole entre 3,5% et 4,5%. Dans ces conditions, l'output gap non agricole continuerait d'afficher des valeurs négatives dans les prochains trimestres, laissant présager, globalement, de faibles pressions sur les prix à court terme.
5. Sur le plan des finances publiques, l'exécution à fin octobre fait état d'un creusement du déficit budgétaire à 46,8 milliards de dirhams contre 40,6 milliards un an auparavant. Cette évolution s'explique par l'augmentation des dépenses globales, notamment celles d'investissement et des autres biens et services, parallèlement au recul des recettes fiscales, principalement celles de l'IS et des droits de douane. Les charges de compensation, en particulier, ont accusé une baisse de 22,4% à 35,6 milliards. A fin décembre 2013, sous l'effet de l'effort de régulation des dépenses, de la mobilisation des dons ainsi que de la baisse des charges de compensation, le déficit devrait avoisiner 5,5% du PIB.
6. S'agissant des comptes extérieurs, les données à fin octobre dénotent d'une atténuation de 3,4% du déficit commercial, en liaison avec le fléchissement de 2,4% des importations, suite aussi bien à la diminution de 3,3% des achats des produits énergétiques qu'à celle de 2,1% des importations des autres produits. Les acquisitions de biens d'équipement ont toutefois enregistré une hausse de 6%. En regard, les exportations ont accusé une baisse de 1,4%, recouvrant un repli de 21,7% des ventes de phosphates et dérivés et une progression de 6,1% des autres exportations. En parallèle, les transferts des MRE se sont améliorés de 0,5%, les recettes voyages de 1,6% et celles des IDE de 18,8%. Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait s'établir à 7,4% à fin 2013 contre 10% en 2012. Compte tenu des autres éléments du compte capital, l'encours des réserves internationales nettes

s'est situé à 145,4 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 4 mois et 5 jours d'importations de biens et services et devrait s'y maintenir d'ici la fin de l'année.

7. Pour ce qui est de la sphère monétaire, les données relatives au mois d'octobre 2013 indiquent une légère accélération des rythmes d'accroissement des agrégats de monnaie et de crédit, avec un maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. La masse monétaire s'est en effet accrue de 6,1% après 5,8% un trimestre auparavant, tandis que le crédit bancaire a enregistré un accroissement annuel de 3,1%, après 2,6% au troisième trimestre. A fin décembre 2013, la croissance du crédit devrait se situer autour de 3,5%. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib pour le troisième trimestre 2013 font ressortir une augmentation de 21 points de base du taux moyen pondéré à 6,3%, suite principalement à la hausse des taux appliqués aux crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, de ceux des crédits à l'équipement. S'agissant du taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,98% au troisième trimestre en termes nominaux par rapport au trimestre précédent et de 1,31% en termes réels, en liaison avec un taux d'inflation au Maroc, globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. De son côté, l'indice des prix des actifs immobiliers a progressé de 0,4% en glissement annuel durant le troisième trimestre 2013, traduisant les progressions de 0,4% des prix des actifs fonciers et commerciaux et de 0,5% de ceux des biens résidentiels.
8. Dans ces conditions, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, est revenue, en glissement annuel, de 1,7% en moyenne au troisième trimestre à 1,5% en octobre, enregistrant ainsi un taux de 2,1% sur les dix premiers mois de l'année. Sous l'effet d'une baisse de 2,1% à 1,6% du rythme de progression des prix des biens non échangeables et du maintien à 1,5% de celui des biens échangeables, l'inflation sous-jacente est ressortie à 1,6%, après 1,8% en septembre, s'établissant à 1,6% en moyenne au deuxième trimestre et à 1,5% entre janvier et octobre 2013. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur tendance baissière entamée depuis février 2013, accusant un recul, en glissement annuel, de 4,5% en octobre après celui de 4,3% en septembre.
9. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, et tenant compte de l'évolution prévue des cours internationaux des produits pétroliers et de la charge de compensation programmée dans le projet de loi de finances 2014, l'inflation devrait se situer à 2,1% en 2013, à 2,5% en 2014 et à 2% au terme de l'horizon, soit le premier trimestre 2015, avec une moyenne de 2,3% sur l'ensemble de l'horizon de prévision.
10. Dans ce contexte caractérisé par une balance des risques globalement équilibrée et une prévision centrale de l'inflation en hausse par rapport à sa moyenne des dernières années, tout en demeurant en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme, le Conseil a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%.
11. Le Conseil a en outre examiné et approuvé l'allocation stratégique pour la gestion des réserves pour l'année 2014.
12. 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 2014.
13. Le Conseil a également examiné et validé le budget de l'exercice 2014.
14. Le Conseil a enfin arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2014 comme suit :

25 mars 2014

17 juin 2014

23 septembre 2014

16 décembre 2014

APERÇU GÉNÉRAL

L'activité économique au titre du troisième trimestre 2013 a continué de se redresser dans les pays avancés, et d'évoluer de manière différenciée dans les pays émergents. En effet, dans la zone euro, la contraction du PIB est revenue à 0,4% après avoir été de 0,6% au deuxième trimestre, traduisant l'accélération de la croissance en Allemagne et l'atténuation de la contraction du PIB en Espagne et en Italie. La reprise de l'activité s'est poursuivie également aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, avec des progressions respectives du PIB de 1,7% et 1,5% après 1,6% et 1,4% un trimestre auparavant. Au Japon, la croissance s'est nettement améliorée, passant de 1,2% à 2,6%, sous l'impulsion notamment des dépenses publiques d'investissement. Concernant les pays émergents, les données disponibles pour le troisième trimestre montrent que la croissance de l'économie chinoise s'est accélérée pour la première fois depuis le dernier trimestre 2012 à 7,8%, à la faveur de la hausse de la production industrielle et des ventes de détail. De même, la croissance en Inde est passée de 4,4% à 4,8%. En revanche, au Brésil, le PIB s'est accru de 2,2% contre 3,3% un trimestre auparavant.

Malgré les signes de reprise observés, le chômage persiste à des niveaux élevés dans la zone euro où il a enregistré un taux de 12,1% en octobre. En revanche, les dernières données pour novembre aux Etats-Unis indiquent une baisse du taux de chômage de 7,3% à 7%, soit le niveau le plus bas depuis fin 2008, avec une création de 203.000 postes d'emplois

Le redressement relatif de l'activité, combiné à l'abaissement du taux directeur de la BCE de 25 points de base intervenue le 7 novembre, a contribué à l'assouplissement des conditions financières dans la zone euro, comme en témoignent les baisses des taux interbancaires et des rendements obligataires. Le crédit continue, toutefois sa contraction, enregistrant une baisse de 2,1% en octobre après celle de 2% un mois auparavant. A l'inverse, aux Etats-Unis, le crédit a enregistré une légère accélération après 9 mois consécutifs de décélération, sa progression atteignant 1,9% contre 1,8% en septembre.

Au niveau des marchés des matières premières, les cours ont poursuivi leur recul au mois de novembre. Ainsi, le prix du Brent s'est replié de 2,4% d'un mois à l'autre et de 3% par rapport à la même période de l'année précédente. Pour sa part, l'indice Dow Jones, retraçant l'évolution des prix des produits hors énergie, a fléchi de 17,6% d'une année à l'autre, reflétant les diminutions de 8,4% des prix des métaux de base et de 21,1% de ceux des produits agricoles. Dans ces conditions, les pressions désinflationnistes observées ces derniers mois dans les principaux pays avancés se maintiennent avec un taux d'inflation de 0,9% en novembre dans la zone euro et de 1% aux Etats-Unis au mois d'octobre.

S'agissant des perspectives de croissance mondiale, le FMI a revu, en octobre, à la baisse ses projections à 2,9% pour 2013 et à 3,6% pour 2014, traduisant principalement l'abaissement des prévisions pour certains grands pays émergents.

Au niveau national, la croissance s'est établie à 4,4% au premier semestre, recouvrant une progression de 20,3% de la valeur ajoutée agricole et une décélération de celle des activités non agricoles à 2,2% contre 4,5% en moyenne pour l'année 2012. Cette évolution s'explique par la contraction pour le troisième trimestre consécutif de la valeur ajoutée des activités secondaires, sous l'effet notamment de la contre-performance des industries extractives, du BTP et de la production d'électricité et d'eau. Au deuxième semestre, le PIB devrait enregistrer une progression de 5%, liée à la poursuite de la forte augmentation de la valeur ajoutée agricole et à une relative amélioration des activités non agricoles qui devraient croître de 2,8%. Au total, ces prévisions restent en ligne avec celles annoncées pour l'ensemble de l'année 2013 dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire du mois de septembre, indiquant une croissance entre 4,5% et 5%. Pour 2014, les perspectives de croissance restent entourées d'importantes incertitudes, ayant trait notamment aux conditions climatiques, à l'évolution de l'activité chez nos principaux partenaires et des cours des matières premières. Toutefois, tenant compte des dernières informations disponibles et sous l'hypothèse d'une campagne céréalière moyenne de 70 millions de quintaux, la croissance du PIB

devrait s'établir, selon les premières prévisions de BAM, à 3%, recouvrant une contraction de 4,7% de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 4,3% des activités non agricoles.

Dans ces conditions, l'output gap non agricole continuerait d'afficher des valeurs négatives au deuxième semestre, comme le laisse indiquer l'évolution du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, qui a légèrement reculé d'un point de pourcentage en octobre, pour se situer à 71%. La persistance de cette marge de capacités productives au niveau des activités non agricoles laisse présager, globalement, de faibles pressions sur les prix à court terme.

Du côté de la demande intérieure, la consommation des ménages devrait rester relativement soutenue, à la faveur notamment de la hausse des revenus agricoles et de la relative amélioration des transferts des MRE. En parallèle, le redressement de l'investissement observé au deuxième trimestre devrait se confirmer, avec notamment une accélération des dépenses d'investissement de l'administration centrale au mois d'octobre. A ce titre, l'exécution budgétaire à fin octobre fait état d'un creusement du déficit budgétaire à 46,8 milliards de dirhams contre 40,6 milliards un an auparavant. Cette évolution s'explique essentiellement par la hausse continue des dépenses globales, malgré la baisse de la charge de compensation de 22,4% à 35,6 milliards, parallèlement au recul des recettes fiscales, notamment celles de l'IS et des droits de douane.

Pour sa part, la demande extérieure nette devrait maintenir sa contribution positive à la croissance en 2013, en relation notamment avec une baisse des importations plus importante que celle des exportations. En effet, les données à fin octobre dénotent d'une atténuation de 3,4% du déficit commercial, en liaison avec le fléchissement de 2,4% des importations et de 1,4% des exportations. Le repli des importations est lié aussi bien à la baisse de 3,3% des achats des produits énergétiques qu'à celle de 2,1% des importations des autres produits. Toutefois, les acquisitions de biens d'équipement continuent leur progression enregistrant une hausse de 6%. En regard, la baisse des exportations recouvre celle des ventes de phosphates et dérivés de 21,7% et une hausse de 6,1% des autres exportations. L'évolution de ces dernières est liée notamment aux expéditions de voitures qui ont enregistré une progression de 56,9% à 9 milliards de dirhams ; hors ces expéditions et hors phosphates, la croissance des exportations revient à 3,3%. En parallèle, les transferts des MRE se sont améliorés de 0,5%, les recettes voyages de 1,6% et celles des IDE de 18,8%. Compte tenu des autres éléments du compte capital, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 145,4 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 4 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

Sur le plan monétaire, les données relatives au mois d'octobre 2013 indiquent une légère accélération des rythmes d'accroissement des agrégats de monnaie et de crédit, avec toutefois un maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. En effet, la masse monétaire s'est accrue de 6,1% après 5,8% un trimestre auparavant, tandis que le crédit bancaire a enregistré une hausse annuelle de 3,1%, après 2,6% au troisième trimestre. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib pour le troisième trimestre 2013 font ressortir une augmentation de 21 points de base du taux moyen pondéré à 6,3%, suite principalement à la hausse des taux appliqués aux crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, de ceux des crédits à l'équipement. S'agissant du taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié au troisième trimestre de 0,98% en termes nominaux par rapport au trimestre précédent et de 1,31% en termes réels, en raison d'un taux d'inflation national globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. De son côté, l'indice des prix des actifs immobiliers a augmenté de 0,4% en glissement annuel durant le troisième trimestre 2013, traduisant les progressions de 0,4% des prix des actifs fonciers et commerciaux et de 0,5% de ceux des biens résidentiels.

Pour ce qui est de la liquidité bancaire, le déficit a atteint 78,1 milliards de dirhams en moyenne entre octobre et novembre, soit un creusement de 4,1 milliards par rapport au trimestre précédent. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib est intervenue à travers des opérations d'avances à 7 jours pour un montant moyen de 57,8 milliards de dirhams et d'une opération d'avance à 24 heures d'un montant de 5 milliards. Elle a également maintenu l'encours de ses opérations de refinancement à 3 mois à 20 milliards de

dirhams, dont 6 milliards au titre des opérations de prêts garantis par des effets privés représentatifs de crédits destinés aux PME et TPE.

Dans ces conditions, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation (IPC), est revenue, en glissement annuel, de 1,7% en moyenne au troisième trimestre à 1,5% en octobre, enregistrant une moyenne de 2,1% sur les dix premiers mois de l'année. Ces évolutions ressortent globalement conformes aux prévisions de Bank Al-Maghrib publiées dans le cadre du RPM de septembre. Sous l'effet d'une baisse de 2,1% à 1,6% du rythme de progression des prix des biens non échangeables et du maintien, pour le troisième mois consécutif, à 1,5% de celui des biens échangeables, l'inflation sous-jacente est ressortie à 1,6% en octobre, après 1,8% en septembre, s'établissant à 1,6% en moyenne au deuxième trimestre et à 1,5% entre janvier et octobre 2013. Par ailleurs, les prix à la production industrielle poursuivent leur tendance baissière entamée depuis février 2013, accusant un recul, en glissement annuel, de 4,5% en octobre après celui de 4,3% en septembre.

L'évolution future de l'inflation devrait subir davantage les effets des fluctuations des prix internationaux de l'énergie via le mécanisme d'indexation. Compte tenu des prévisions mondiales des prix des produits pétroliers, le niveau retenu pour la charge de compensation au titre du projet de loi de finances 2014 devrait se traduire par une révision à la baisse des subventions unitaires dès janvier 2014 et une hausse des prix des produits pétroliers à la pompe.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation devrait augmenter tout en restant en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. La prévision moyenne ressort à 2,1% en 2013, à 2,5% en 2014 et à 2,0% au terme de l'horizon, soit le premier trimestre 2015 avec une moyenne de 2,3% sur l'ensemble de l'horizon de la prévision. Concernant l'inflation sous-jacente, elle devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme du même horizon. Par ailleurs, les résultats de l'enquête trimestrielle sur les anticipations de l'inflation, menée par Bank Al-Maghrib, montrent que les experts du secteur financier tablent sur un taux d'inflation de 2,3% sur le même horizon, soit un ajustement à la baisse de 0,3 point de pourcentage.

بنك المغرب
بنك المغرب

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

La croissance nationale devrait s'établir à 5% au deuxième semestre 2013, après 4,4% au premier semestre, reflétant une hausse de 21,8% de la valeur ajoutée agricole et de 2,8% du PIB non agricole. En dépit de la bonne tenue des activités tertiaires, notamment du tourisme, les activités non agricoles devraient continuer de pâtir des contreperformances de l'industrie extractive et du BTP. Du côté de la demande, après deux trimestres consécutifs de baisse, l'investissement a rebondi de 2,4% au deuxième trimestre et devrait maintenir sa dynamique d'ici la fin d'année. Pour sa part, la consommation finale des ménages devrait rester relativement soutenue, à la faveur notamment de l'amélioration des revenus agricoles. De même, la contribution des échanges extérieurs resterait positive sur l'ensemble de l'année, traduisant une baisse de 2,4% des importations de biens et services, plus importante que celle de 1,4% des exportations à fin octobre 2013. Globalement, les dernières données disponibles restent en ligne avec les prévisions de Bank Al-Maghrib pour l'année 2013, la croissance du PIB devant se situer entre 4,5% et 5%. Au titre de l'année 2014, les perspectives restent entourées d'importantes incertitudes, en liaison avec celles affectant l'évolution de l'activité économique dans les pays partenaires, les tensions sur les cours mondiaux des matières premières et les conditions climatiques. Sous l'hypothèse d'une campagne céréalière moyenne de 70 millions de quintaux, la croissance économique devrait se situer aux alentours de 3%, reflétant une contribution négative du secteur agricole et un relatif redressement des activités non agricoles. En somme, les éléments d'analyse de l'offre et de la demande indiquent que les pressions sur les prix demeurent modérées.

1.1 Production

Au deuxième semestre 2013, la croissance non agricole devrait poursuivre son ralentissement entamé en début d'année, pour s'établir en moyenne à 2,8% contre 4,4% à la même période une année auparavant. Tenant compte d'une hausse prévue à 21,8% de la valeur ajoutée agricole, le PIB devrait progresser de 5% après 4,4% au premier semestre et 2,7% en 2012. Sur l'ensemble de l'année 2013, les prévisions présentées dans le cadre du dernier RPM restent inchangées, avec une croissance du PIB comprise entre 4,5% et 5%.

Au niveau du secteur primaire, les importations des céréales se sont repliées de 25,6% à fin octobre 2013, recouvrant des baisses de 19,7% pour le blé, de 22,4% et 73,9% respectivement pour le maïs et l'orge. En ce qui concerne l'activité de la pêche côtière et artisanale, les débarquements se sont accrus de 5,4% en volume, avec notamment une hausse de 5,7% des poissons pélagiques et de 35,6% des céphalopodes.

Pour ce qui est des activités non agricoles, leur croissance devrait poursuivre son ralentissement avec des taux de 2,7% et 3% aux troisième et quatrième trimestres 2013 contre 4,7% et 4,1% respectivement une année auparavant. Par branche, la valeur ajoutée de l'industrie

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

Branches d'activités	2011			2012			2013			
	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII _p	TIV _p
Agriculture	6,0	4,3	-8,3	-9,5	-8,5	-9,1	17,7	22,8	20,3	23,2
VA non agricole	5,0	5,1	4,4	4,5	4,7	4,0	1,9	2,5	2,7	3,2
Industrie extractive	0,8	9,5	-5,0	-5,0	4,7	-3,7	-3,6	0,1	-3,6	-4,0
Industrie de transformation	3,2	3,5	2,9	1,4	1,4	0,1	0,5	0,8	1,2	1,6
Electricité et eau	4,2	12,1	11,2	9,0	9,9	-1,9	-4,2	-0,9	1,3	2,7
Bâtiment et travaux publics	6,1	7,0	5,0	3,5	-0,5	0,7	-5,9	-4,6	-2,8	-3,7
Commerce	4,6	4,9	3,2	2,7	2,0	1,4	2,3	3,7	3,0	3,1
Hôtels et restaurants	-2,8	-6,8	-4,8	3,9	2,7	8,8	3,7	5,1	5,7	3,4
Transports	5,9	3,9	2,8	4,2	2,5	5,3	0,2	2,7	2,8	2,8
Postes et télécommunications	24,1	23,0	23,7	22,4	27,1	28,6	14,7	11,5	11,5	10,7
Administration publique générale et sécurité sociale	5,7	4,5	7,4	6,9	6,3	6,1	6,4	6,5	6,3	6,1
Autres services*	5,6	4,4	5,1	5,5	5,4	5,8	2,6	2,9	3,0	2,8
Impôts sur les produits nets des subventions	3,5	1,4	5,6	5,7	4,6	4,8	1,0	2,4	2,4	2,2
PIB hors agriculture	4,8	4,7	4,5	4,6	4,7	4,1	1,9	2,5	2,7	3,0
Produit intérieur brut	5,0	4,7	2,8	2,7	2,9	2,3	3,8	5,1	4,9	5,1

(*) Comprenant les activités financières et assurances, services rendus aux entreprises et services personnels, éducation, santé et action sociale et branche fictive

Sources : HCP et prévisions de BAM.

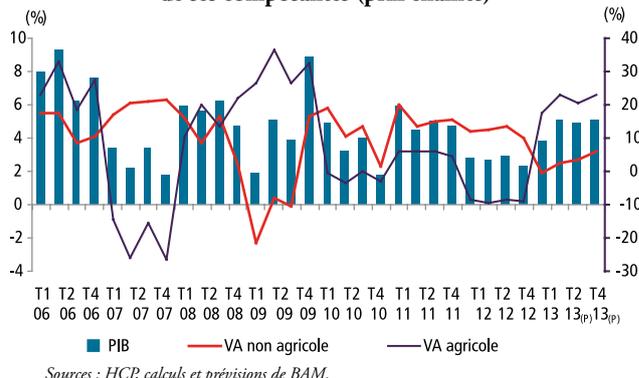
extractive devrait se replier de 3,8% au deuxième semestre 2013 après un léger rebond de 0,1% au deuxième trimestre. En effet, la production marchande de phosphate brut a régressé, en glissement annuel, de 3,9% en octobre 2013, après un recul de 4,6% au troisième trimestre et une légère progression de 0,1% un trimestre auparavant. En outre, les exportations de phosphate ont diminué de 27,6% à fin octobre et ce, parallèlement à une poursuite de la baisse des prix de phosphate.

Pour sa part, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation devrait s'améliorer de 1,4% au deuxième semestre après une hausse limitée à 0,7% au premier semestre. Le redressement de l'industrie manufacturière serait principalement soutenu par le développement de l'activité du secteur automobile et de l'aéronautique, comme en témoigne la hausse de leurs exportations de 18,9% et 14,3% respectivement à fin octobre 2013. Cependant, les appréciations des industriels, selon l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib, se sont dégradées en octobre suggérant une activité plus faible qu'au mois précédent. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est ainsi établi à 71%, en légère baisse d'un point de pourcentage par rapport au mois de septembre. Pour les trois mois à venir, l'activité s'améliorerait selon 32% des industriels et stagnerait selon 55%.

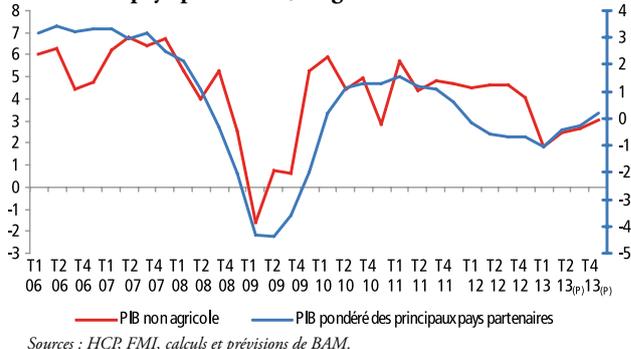
Après une baisse de 2,6% au premier semestre 2013, la valeur ajoutée de la branche «électricité et eau» aurait renoué avec la croissance avec des hausses de 1,3% et de 2,7% aux troisième et quatrième trimestres respectivement. Cette évolution tiendrait en grande partie au rebond de 3,1% de la production nette locale de l'ONEE constaté au troisième trimestre après une baisse de 2,5% en moyenne au cours de la première moitié de l'année. Ses ventes totales se sont, toutefois, repliées de 0,3%, recouvrant un repli de 1,4% de la demande à haute et moyenne tension et un accroissement de 3,1% de celle à basse tension. Au mois d'octobre, la production nette d'électricité a poursuivi son redressement avec une hausse de 10,5% tandis que la baisse des ventes s'est atténuée à 0,1%.

S'agissant du BTP, sa valeur ajoutée devrait connaître une baisse de 2,8% au troisième trimestre 2013, après un repli de 5,3% au

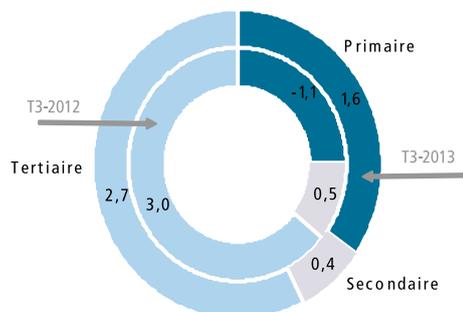
Graphique 1.1 : Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes (prix chaînés)



Graphique 1.2 : Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires, en glissement annuel



Graphique 1.3 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

premier semestre. En outre, avec une perte de 54.000 postes d'emploi au troisième trimestre, le secteur a enregistré la baisse la plus importante de son volume d'emploi depuis le quatrième trimestre 2011. Les données les plus récentes laissent indiquer une poursuite de cette contreperformance, avec une baisse de 2,1% des crédits accordés aux promoteurs immobiliers à fin octobre 2013 et de 6,5% des ventes cumulées de ciments à fin novembre, bien qu'en atténuation par rapport aux mois précédents.

Du côté des activités tertiaires, la valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait s'accroître de 11,1% au deuxième semestre 2013. Les dernières données disponibles relatives au troisième trimestre 2013 indiquent une progression de 7,9% du parc de la téléphonie mobile et de 34,7% de celui d'internet.

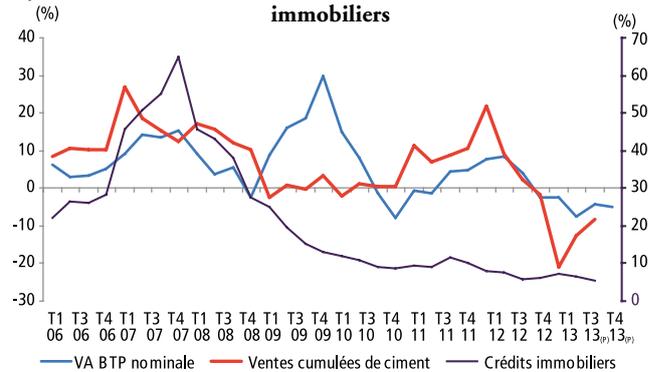
La valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » devrait s'accroître de 5,7% au troisième trimestre 2013, après 5,1% un trimestre auparavant. Les données à fin octobre 2013 font ressortir des hausses respectives de 6,6% et de 8,9% en glissement annuel des arrivées touristiques et des nuitées dans les établissements classés. Bien que les recettes voyages se soient accrues de 1,6%, la croissance de cette branche devrait s'établir à 3,4% au quatrième trimestre contre 8,8% à la même période une année auparavant, pâtissant notamment d'un effet de base défavorable.

Pour 2014, les perspectives de croissance demeurent largement tributaires de l'environnement international et des conditions climatiques. Sous l'hypothèse d'une campagne céréalière moyenne de 70 millions de quintaux, la croissance nationale devrait se situer aux alentours de 3%, reflétant une contribution négative du secteur agricole et un relatif redressement des activités non agricoles.

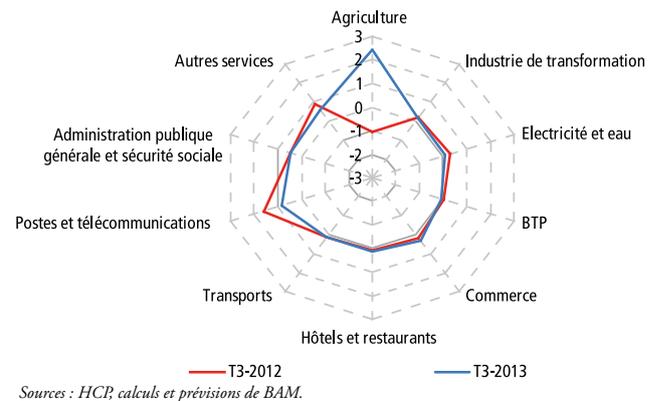
1.2 Consommation

La consommation finale nationale a enregistré au deuxième trimestre 2013 une accélération de sa croissance à 4,2%, après 3,4% un trimestre auparavant et 4,5% en 2012. Cette évolution recouvre une hausse de 4% de la consommation finale des ménages et de 4,7% de celle des administrations publiques.

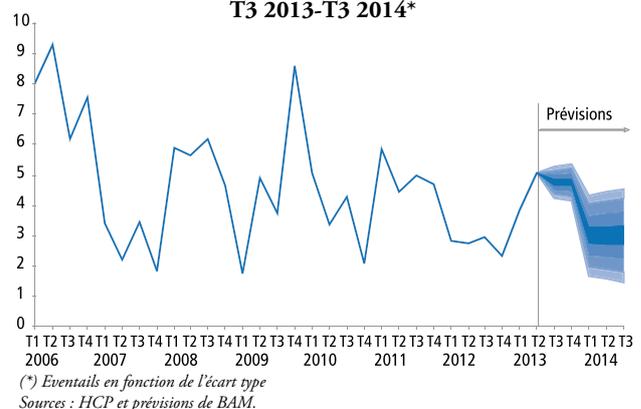
Graphique 1.4 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers



Graphique 1.5 : Contributions des branches d'activité à la croissance globale



Graphique 1.6 : Projections de la croissance du PIB T3 2013-T3 2014*



Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages devrait maintenir son rythme d'évolution, à la faveur notamment de l'amélioration des revenus ruraux et d'une relative reprise des transferts privés. En particulier, les données des échanges extérieurs font ressortir une hausse de 0,5% des transferts des MRE à fin octobre, alors que les résultats de l'enquête conjoncture auprès des ménages, menée par le HCP, indiquent que l'indice de confiance des ménages a enregistré, au cours du troisième trimestre 2013, une légère amélioration de 1,2 point par rapport au trimestre précédent tout en restant inférieur de 2,2 points par rapport à son niveau une année auparavant. En parallèle, les crédits à la consommation ont accusé un net ralentissement revenant en une année de 11,1% à 1,7% à fin octobre 2013.

Au niveau de la consommation publique, les dernières données disponibles indiquent une hausse de 5,9% des dépenses de fonctionnement à fin octobre, tirée par une progression de 3,6% des dépenses du personnel et de 11,6% de celles des autres biens et services.

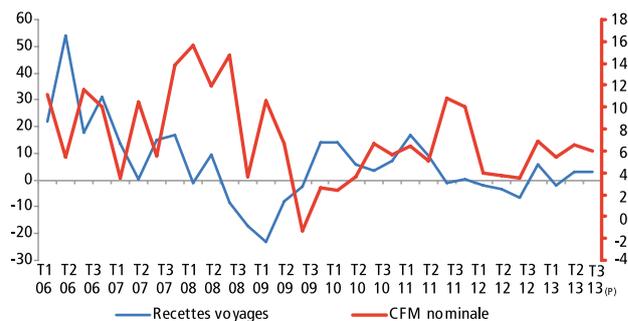
1.3 Investissement

Au cours du deuxième trimestre 2013, l'investissement a enregistré une hausse de 2,4% après deux trimestres d'évolution négative. Son évolution à fin décembre sera affectée par la décision du Gouvernement de geler les crédits ouverts et non engagés au 31 octobre 2013.

Selon les résultats trimestriels de l'enquête mensuelle de Bank Al-Maghrib dans l'industrie pour le troisième trimestre 2013, 70% des industriels qualifient le climat général des affaires dans leur branche d'activité de moyen et 18% de bon contre respectivement 76% et 12% au deuxième trimestre 2013. En outre, les données monétaires indiquent une amélioration de 1,4% des crédits à l'équipement à fin octobre, parallèlement à une progression de 6% des importations de produits finis d'équipement.

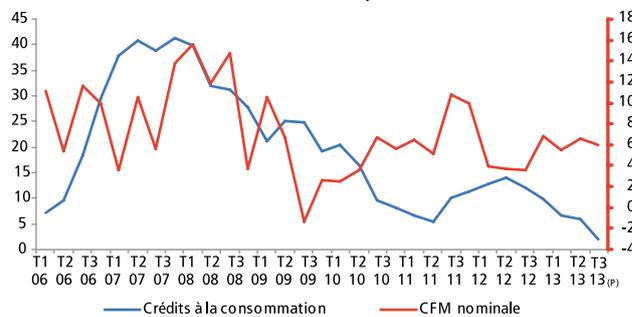
Au niveau de l'investissement résidentiel, les indicateurs disponibles font état d'une poursuite à court terme de son orientation baissière, avec notamment un ralentissement des crédits immobiliers, passant en une année de 5,8% à 4,8% à fin octobre, et une persistance de la contraction des ventes cumulées de ciments à fin

Graphique 1.7 : Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages (CFM) et des recettes voyages, en %



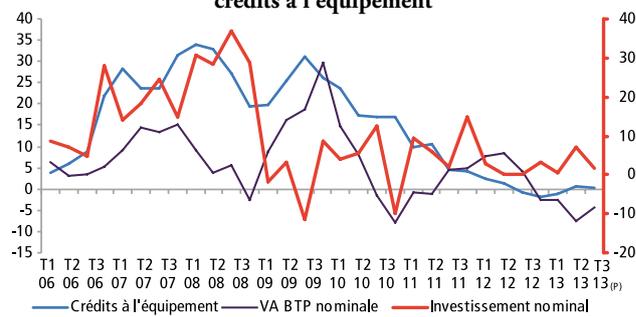
Sources : HCP, Office des changes, calculs et prévisions de BAM.

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



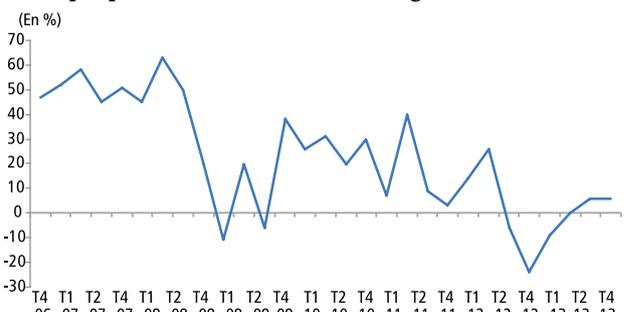
Sources : HCP, BAM, calculs et prévisions de BAM.

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



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

Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires*



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

novembre 2013. Parallèlement les prix des actifs immobiliers ont baissé de 1,9% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, tout en restant, toutefois, en hausse de 0,4% par rapport à leur niveau un an auparavant.

Concernant l'investissement du Trésor, les données arrêtées à fin octobre font ressortir une hausse de 11,1%, laissant indiquer une accélération de ces dépenses au mois d'octobre, en relation notamment avec la décision du Gouvernement de geler les crédits ouverts et non engagés au 31 octobre 2013, qui aurait accéléré les dépenses d'engagement au cours de ce mois.

1.4 Commerce extérieur

Les données du commerce extérieur relatives au mois d'octobre 2013 confirment la poursuite de l'atténuation du déficit commercial, en liaison avec le fléchissement des importations. En effet, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de 163,3 milliards de dirhams, en baisse de 3,4% comparativement à la même période de l'année précédente, contre un creusement de 13,5% observé un an auparavant. Cette évolution s'explique par le fléchissement de 2,4% ou 7,8 milliards de dirhams des importations à 315,1 milliards de dirhams. Les exportations ont, pour leur part, reculé de 1,4% ou 2,1 milliards de dirhams à 151,8 milliards de dirhams. Le taux de couverture est ainsi passé de 47,7% à 48,2%.

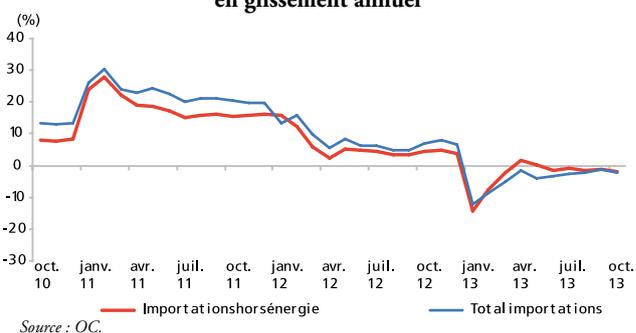
Le recul des importations est lié aussi bien à la diminution de 3,3% des achats des produits énergétiques à 84,9 milliards de dirhams, qu'à celle de 2,1% des autres produits à 230,3 milliards de dirhams. C'est ainsi que les acquisitions de pétrole brut ont fléchi de 2,6% à 29,1 milliards de dirhams, et les approvisionnements en houilles et gaz de pétrole ont reculé respectivement de 18,4% et de 5,2% à 4,2 et à 15,8 milliards de dirhams. Pour leur part, les importations de produits bruts, de biens de consommation et des produits alimentaires ont régressé respectivement de 19,2%, de 4,7% et de 12,3%. Toutefois, les acquisitions de biens d'équipement ont enregistré une hausse de 6% à 65,5 milliards de dirhams, en liaison avec la forte augmentation de 67,6% des achats de pièces détachés pour véhicules industriels à 3,3

Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale à fin octobre 2013

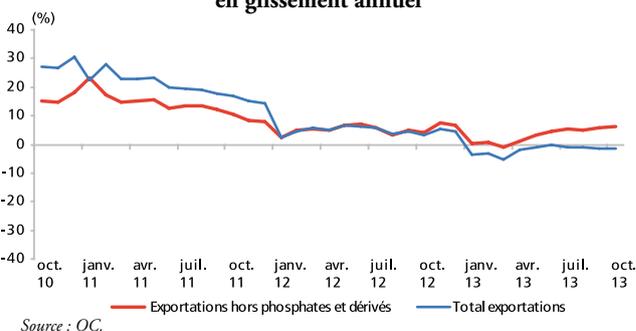
(En millions de dirhams)	octobre 2012	octobre 2013*	Variations	
			Montant	%
Exportations	153 923	151 792	-2 131	-1,4
Exportations de phosphates et dérivés	41 284	32 316	-8 968	-21,7
Exportations hors phosphates et dérivés	112 639	119 476	6 837	6,1
Automobile	20 727	24 645	3 918	18,9
Aéronautique	5 555	6 347	792	14,3
Electronique	5 878	6 487	609	10,4
Agriculture et Agro-alimentaire	25 908	27 798	1 890	7,3
Textile et cuir	27 795	26 550	-1 245	-4,5
Importations	322 947	315 141	-7 806	-2,4
Importations de produits énergétiques	87 747	84 884	-2 863	-3,3
Importations hors énergie	235 200	230 257	-4 943	-2,1
Biens de consommation	55 108	52 544	-2 564	-4,7
Produits alimentaires	33 920	29 764	-4 156	-12,3
Produits bruts	19 175	15 487	-3 688	-19,2
Biens d'équipement	61 835	65 527	3 692	6,0
Demi-produits	65 160	66 934	1 774	2,7
Déficit commercial	169 024	163 349	-5 675	-3,4

* Données provisoires.
Source : OC.

Graphique 1.11 : Cumul des importations, en glissement annuel



Graphique 1.12 : Cumul des exportations, en glissement annuel

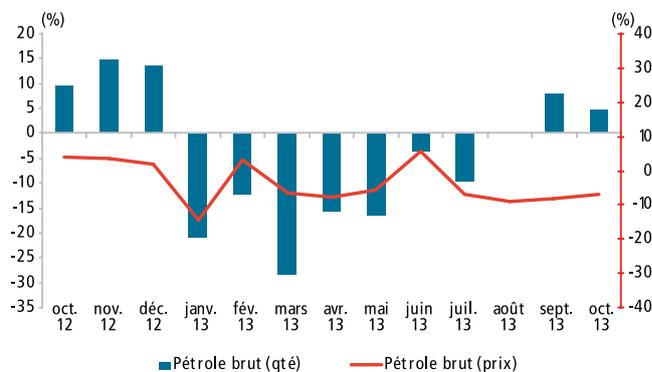


milliards de dirhams. De même, les importations de demi-produits ont crû de 2,7% à 66,9 milliards de dirhams, sous l'effet notamment de la progression de 39,9% des acquisitions de fils et barres à 3,8 milliards de dirhams.

En regard, l'évolution des exportations recouvre un fléchissement de 21,7% des ventes de phosphates et dérivés à 32,3 milliards de dirhams, et une hausse de 6,1% des autres exportations à 119,5 milliards de dirhams. En effet, les expéditions des voitures ont enregistré une progression de 56,9% à 9 milliards de dirhams. Les livraisons du secteur de l'agriculture se sont également accrues de 7,3% à 27,8 milliards de dirhams, suite notamment à l'accroissement de 12,1% des ventes de l'industrie alimentaire. Celles de la pêche ont, en revanche, accusé une baisse de 6,5%.

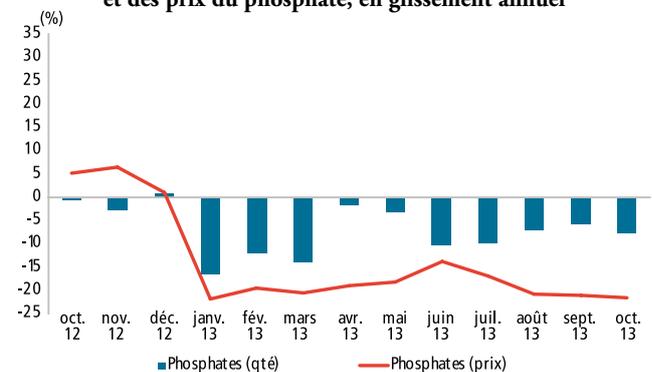
Les ventes du secteur aéronautique se sont accrues de 14,3% à 6,3 milliards de dirhams. Parallèlement, les exportations de produits électroniques ont augmenté de 10,4% à 6,5 milliards de dirhams. En revanche, les expéditions du secteur de textile et cuir ont accusé un repli de 4,5% à 26,6 milliards de dirhams, en liaison avec les baisses des ventes d'articles de bonneterie et de vêtements confectionnés respectivement de 11,9% et de 3,6%.

Graphique 1.13 : Evolution des quantités importées et des prix du pétrole brut, en glissement annuel



Source : OC.

Graphique 1.14 : Evolution des quantités exportées et des prix du phosphate, en glissement annuel



Source : OC.

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

Au deuxième semestre 2013, l'output gap non agricole continuerait d'afficher, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, des valeurs négatives. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a légèrement reculé d'un point de pourcentage, entre septembre et octobre, pour se situer à 71%. Sur le marché de l'emploi, suite notamment à une baisse de 0,2 point de pourcentage du taux d'activité, le troisième trimestre a été marqué par un repli du taux de chômage de 0,3 point de pourcentage à 9,1%, malgré une faible création d'emplois en milieu urbain. Au cours de la même période, les données disponibles sur les salaires dans le secteur privé montrent une hausse de 4,3% en termes réels.

Globalement, bien que les données fassent ressortir certaines tensions sur les coûts de production, la persistance d'une marge de capacités inutilisée au niveau des activités non agricoles laisse entrevoir que les pressions sur les prix devraient rester faibles à court terme.

2.1 Tensions sur les capacités de production

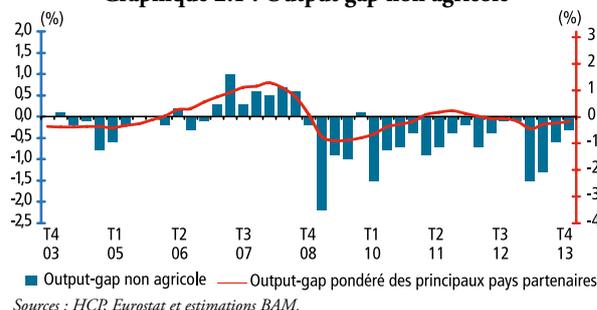
Sur la base des dernières estimations de Bank Al-Maghrib, la production devrait se situer en dessous de son niveau potentiel, avec des écarts négatifs de 0,6 et de 0,3 au cours des troisième et quatrième trimestres respectivement, reflétant ainsi la poursuite de la modération des pressions sur les prix.

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC), tel qu'il ressort des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque, est revenu de 72% à 71%, d'un mois à l'autre (Graphique 2.2). Cette baisse n'a cependant pas concerné les industries électriques et électroniques qui ont connu une amélioration du TUC et les industries agroalimentaires qui ont enregistré une stagnation.

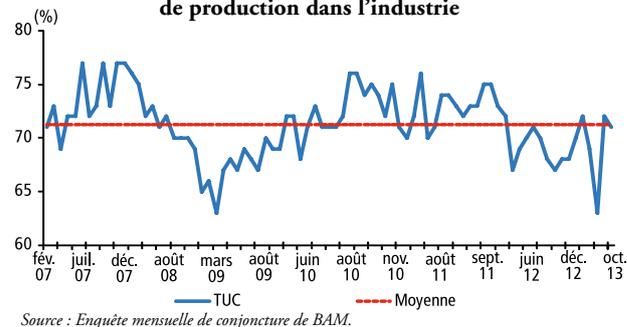
S'agissant des coûts unitaires de production, ils ont progressé, selon les résultats de la même enquête, au cours du troisième trimestre 2013 dans l'ensemble des branches (Graphique 2.3). Cette situation serait imputable, selon les industriels, principalement au renchérissement des coûts des matières premières.

Dans le même sens, l'indice des prix à la production industrielle a connu une augmentation de 0,9% au troisième trimestre contre une baisse de 0,6% un an auparavant.

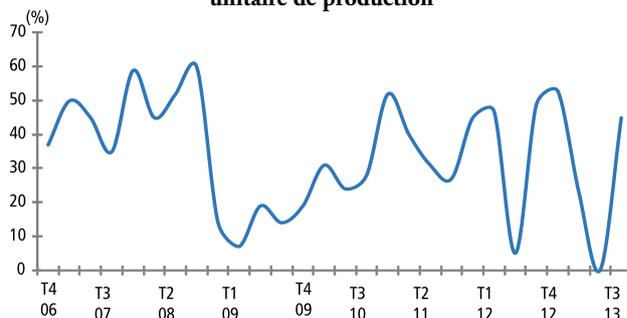
Graphique 2.1 : Output gap non agricole



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



Graphique 2.3 : Solde d'opinion* relatif à l'évolution du coût unitaire de production



* Différence entre les pourcentages des entreprises qui déclarent une hausse et celles qui indiquent une baisse.

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

L'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles s'est, pour sa part, amélioré en glissement annuel de 3% au troisième trimestre contre une hausse de 4,1%, traduisant la baisse de l'emploi non agricole de 0,3% et la décélération du rythme de croissance des activités non agricole de 2,7% à 4,7% (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 marqué une hausse de 1% à 11,7 millions de personnes, résultat d'un accroissement de 2,1% en zones rurales et d'une stagnation en milieu urbain. Tenant compte de la croissance de la population totale âgée de 15 ans et plus, le taux d'activité a baissé de 0,2 point à 48,5%.

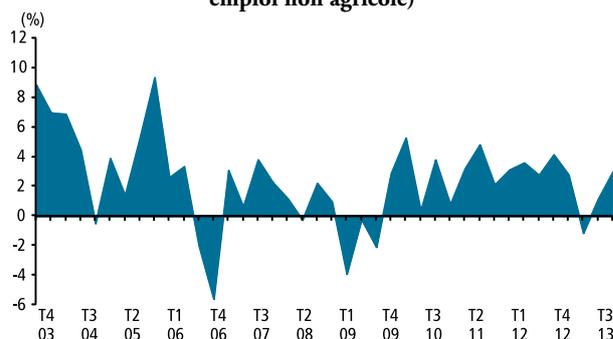
Pour ce qui est des créations d'emplois (Graphique 2.5), 139.000 postes ont été créés quasi totalement en milieu rural et dont près de 76% sont des emplois non rémunérés. Au niveau sectoriel, l'agriculture et les services ont été les seuls pourvoyeurs d'emplois avec 156.000 et 64.000 postes respectivement. En revanche, le secteur de l'industrie a perdu 27.000 postes et celui du BTP 54.000 postes.

Dans ces conditions, la population active occupée a progressé de 1,3% à près de 10,7 millions d'individus au troisième trimestre. En revanche, le taux d'emploi a reculé de 44,1% à 44% au niveau global, avec notamment une baisse de 37% à 36,3% en milieu urbain (Tableau 2.1).

Au total, le taux de chômage a reculé, en glissement annuel, de 0,3 point de pourcentage à 9,1%, recouvrant un repli de 4,2% à 3,7% en milieu rural et une stagnation à 14% en zones urbaines. Par tranche d'âge, le taux de chômage des jeunes âgés de 15 à 24 ans a affiché la diminution la plus importante, revenant de 20,2% à 19,1% (Tableau 2.1).

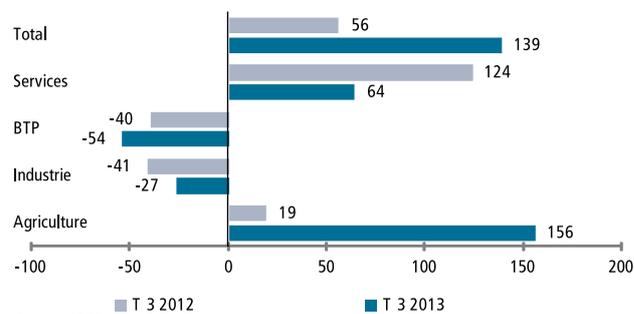
S'agissant des dernières données disponibles sur les coûts salariaux, l'indice des salaires dans le

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- 2012			T3- 2013		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Population active et emploi						
Population active ⁽¹⁾	6202	5445	11647	6205	5558	11763
Taux d'activité (en%) ⁽²⁾	43,1	57,4	48,7	42,2	58,1	48,5
Population active occupée	5332	5217	10548	5335	5352	10687
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	37,0	55,0	44,1	36,3	55,9	44,0
Chômage						
Population active en chômage	870	228	1098	870	206	1076
Taux de chômage (en%) ⁽⁴⁾	14,0	4,2	9,4	14,0	3,7	9,1
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	35,2	9,6	20,2	37,8	7,3	19,1
.25 - 34 ans	20,4	4,5	13,7	19,3	3,9	12,8
.35 - 44 ans	7,1	2,3	5,1	8,1	3,2	6,1
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,1	2,4	4,1	7,6	2,3	4,2
. Ayant un diplôme	18,8	11,5	17,2	18,4	9,8	16,5

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

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

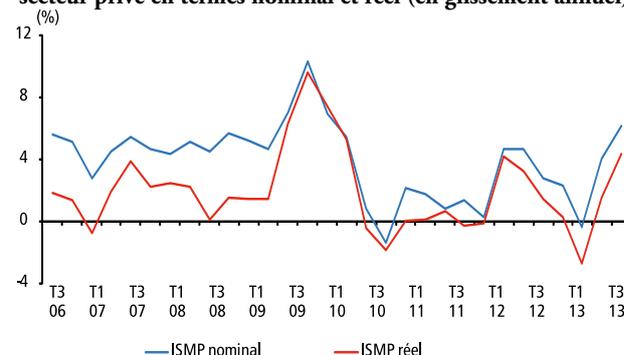
(3) Population active occupée âgée de 15 et plus / population totale âgée de 15 ans et plus

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

Source : HCP.

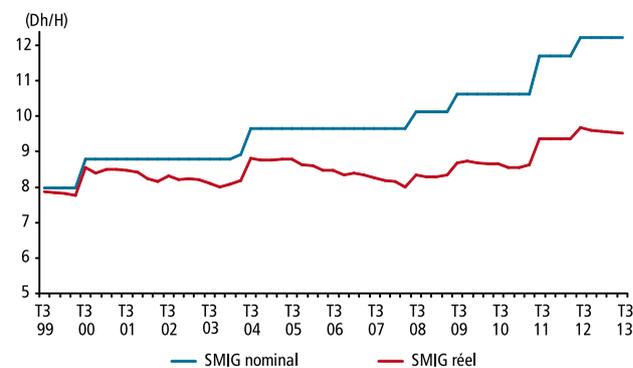
secteur privé, basé sur les données de la CNSS, s'est accru au troisième trimestre de 6,1%, en glissement annuel, en termes nominaux et de 4,3% en termes réels. Pour sa part, le SMIG horaire a accusé une baisse de 1,7% en termes réels, au cours de la même période.

Graphique 2.6 : Variation de l'indice des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel (en glissement annuel)



Sources : CNSS et estimations BAM.

Graphique 2.7 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel



Sources : Ministère de l'emploi et de la formation professionnelle et calculs BAM.

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

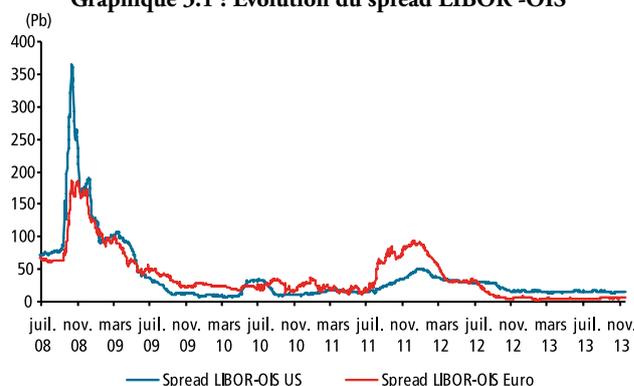
L'économie mondiale a poursuivi son redressement au cours du troisième trimestre, en particulier au niveau des pays développés. En effet, l'activité économique aux Etats-Unis continue de gagner progressivement en vigueur, comme en atteste l'évolution favorable des indicateurs à haute fréquence. Dans la zone euro, la croissance poursuit son amélioration, bien que son rythme se soit affaibli d'un trimestre à l'autre. Malgré ces signes de redressement, le taux de chômage continue sa persistance à des niveaux élevés dans les pays de la zone euro, alors qu'aux Etats-Unis il a poursuivi sa baisse pour atteindre le niveau le plus bas depuis fin 2008. Au Japon, le PIB a sensiblement augmenté soutenu principalement par les dépenses d'investissement public, tandis qu'au Royaume-Uni la croissance s'est légèrement améliorée à la faveur de la bonne performance du secteur industriel. Concernant les pays émergents, la croissance en Chine a marqué au troisième trimestre sa première accélération depuis le dernier trimestre de 2012. Globalement, l'amélioration progressive de la croissance combinée à l'abaissement du taux directeur de la BCE en novembre, a contribué à l'assouplissement des conditions financières notamment dans la zone euro. Concernant les marchés des matières premières, les prix des produits énergétiques et hors énergie se sont orientés à la baisse contribuant ainsi au renforcement des pressions désinflationnistes observées ces derniers mois. S'agissant des perspectives, les récentes prévisions de l'OCDE de novembre 2013, au même titre que celles du FMI, font ressortir une révision à la baisse de la croissance mondiale pour 2013 et 2014. Dans ces conditions, les pressions inflationnistes d'origine externe sur l'économie marocaine devraient rester modérées.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

3.1.1 Conditions financières

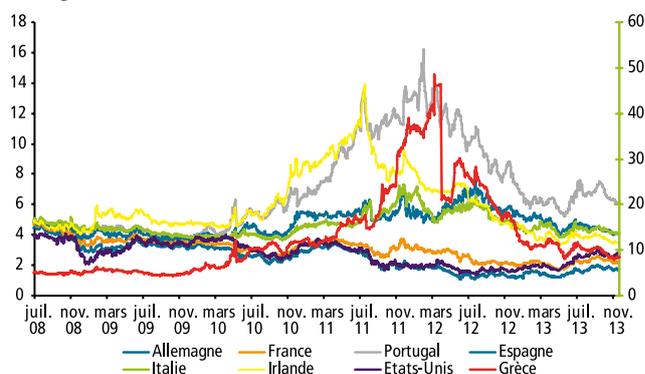
Au niveau des marchés obligataires, les taux souverains ont globalement poursuivi leur diminution dans les économies avancées. Ainsi, pour les pays périphériques de la zone euro, les taux de rendement à 10 ans sont revenus de 8,8% en octobre à 8,3% en novembre pour la Grèce, de 4,2% à 4,1% aussi bien pour l'Italie que pour l'Espagne et de 6,5% à 6,1% pour le Portugal. De même, les taux des autres pays de la zone euro ont accusé un recul, passant de 1,8% à 1,7% pour l'Allemagne et de 2,3% à 2,2% pour la France, sur la même période. Il est également à signaler que l'abaissement par Standard and Poor's de la notation souveraine de la France de « AA+ » à « AA », le 8 novembre, n'a pas eu d'impact significatif sur son taux d'emprunt à 10 ans. En revanche, le taux de rendement des bons du Trésor américains a légèrement augmenté à 2,7% en novembre au lieu de 2,6%, le mois précédent. Les taux de rendement à 10 ans des principales économies émergentes se sont également accrus d'un mois à l'autre, atteignant 8,9% après 8,6% en Inde et en Turquie, 12,1% au lieu de 11,5% au Brésil et 4,4% après 4,1% en Chine.

Graphique 3.1 : Evolution du spread LIBOR -OIS*



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

Graphique 3.2 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis



Source : Datastream.

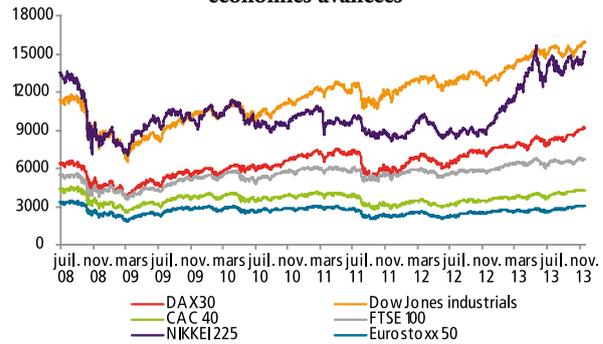
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois a légèrement diminué pour s'établir à 0,22%, en novembre, au lieu de 0,23% le mois précédent, tandis que le Libor de même maturité a stagné à 0,24%. Pour leur part, les spreads ont augmenté, entre octobre et novembre, de 5,7 points de base à 6,1 points pour le Libor-OIS euro et de 14,6 points à 15,2 points pour le Libor-OIS dollar.

D'un autre côté, le rythme d'évolution du crédit aux Etats-Unis a marqué une légère accélération, après 9 mois consécutifs de décélération, s'établissant à 1,9% en octobre, en glissement annuel, au lieu de 1,8% le mois précédent. En outre, dans la zone euro, la contraction du crédit observée depuis mai 2012 s'est légèrement accentuée d'un mois à l'autre, passant de 2% à 2,1%.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées sont ressortis en hausse, avec une atténuation de leur volatilité. D'un mois à l'autre, le DAX30 a augmenté, en novembre, de 3,4%, l'EUROSTOXX50 de 2% et le CAC40 de 1,2%. En outre, le FTSE100 a marqué un accroissement de 2,1%, le Dow Jones Industrials de 3,3% et le NIKKEI225 de 1,7%. En termes de volatilité, le VSTOXX est revenu de 17,9 points de base en octobre à 16,3 points en novembre, alors que le VIX a diminué de 15,4 points de base à 12,9 points. Contrairement au mois précédent, les indices boursiers des économies émergentes se sont orientés à la baisse en novembre, le MSCI EM ayant diminué de 1,5%, en glissement mensuel, traduisant notamment le recul de 0,8% du MSCI de l'Inde et de 6,1% de celui de la Turquie.

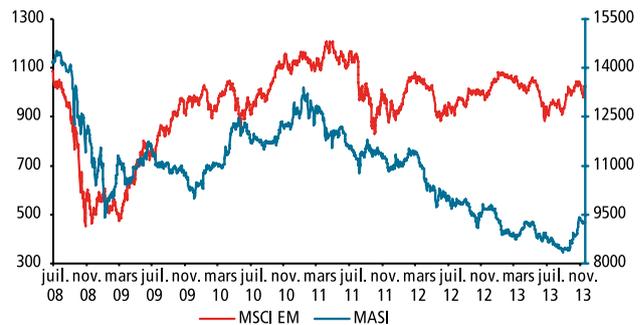
Sur les marchés de change internationaux, l'euro s'est échangé en moyenne à 1,35 dollar en novembre contre 1,36 dollar en octobre, soit une dépréciation de 1,3%. En outre, il s'est déprécié de 1% vis-à-vis de la livre sterling, alors qu'il s'est apprécié de 0,4% contre le yen japonais. Pour leur part, les monnaies des principaux pays émergents ont inversé leur mouvement du mois précédent. Ainsi, entre

Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



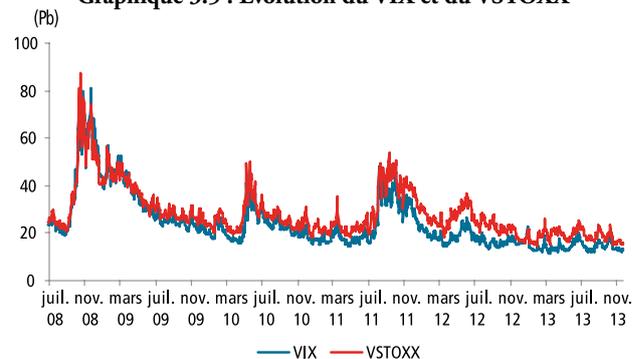
Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

Graphique 3.5 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Datastream.

octobre et novembre, la roupie indienne et le real brésilien se sont appréciés de 1,6% et de 4,7% respectivement vis-à-vis du dollar, tandis que le yuan chinois s'est déprécié de 0,2% face au dollar.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé, le 5 décembre, de maintenir son taux directeur inchangé à 0,25%, son plus bas niveau historique. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé à 0,5%. La FED a maintenu son programme de rachat d'obligations au rythme mensuel de 85 milliards de dollars et a décidé de garder son taux directeur inchangé dans une fourchette de 0% à 0,25%, lors de sa réunion du 30 octobre.

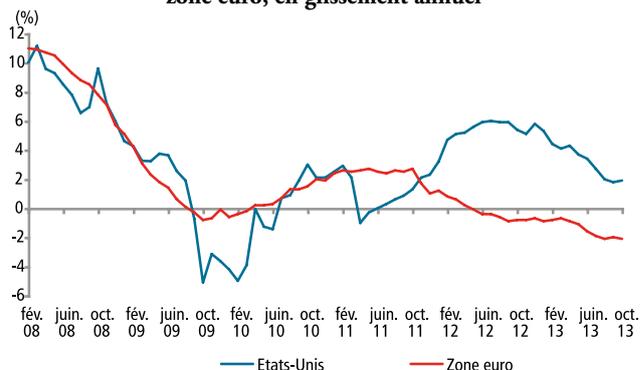
3.1.2 Activité économique dans le monde

Les dernières données des comptes nationaux font apparaître la poursuite de la reprise économique mondiale. Toutefois, le rythme d'évolution diffère entre les économies avancées et émergentes, mais également au sein de chaque groupe.

Au niveau des pays avancés, la progression du PIB en glissement annuel est passée de 1,6% à 1,8% au troisième trimestre aux Etats-Unis, attribuable à la reconstitution des stocks et la hausse des exportations. Au Royaume-Uni, elle a atteint 1,5% après 1,4% enregistrée le trimestre précédent, reflétant essentiellement la bonne performance du secteur industriel. Quant au Japon, le rythme de la progression s'est sensiblement amélioré passant de 1,2% à 2,6%, soutenu principalement par les dépenses d'investissement public.

Dans la zone euro, la reprise économique a perdu un peu de sa vigueur au troisième trimestre, le rythme d'atténuation de la contraction du PIB, en glissement annuel, ayant ralenti d'un trimestre à l'autre, passant de -0,6% à -0,4%. La croissance s'est établie à 0,6% au lieu de 0,5% en Allemagne, et à -1,9% après -2,2% en Italie et à -1,2% contre -1,6% en Espagne.

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



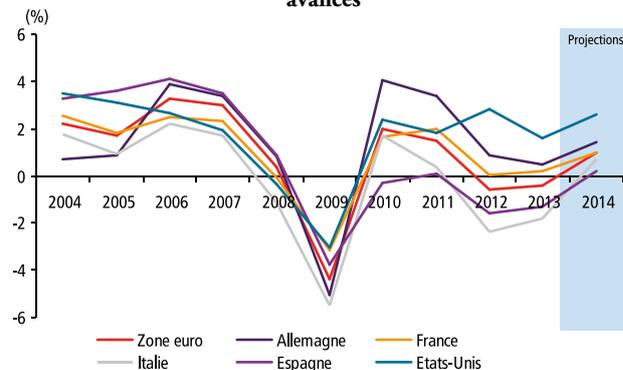
Source : Datastream.

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

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

Source : Datastream.

Graphique 3.7 : Evolution de la croissance dans les pays avancés



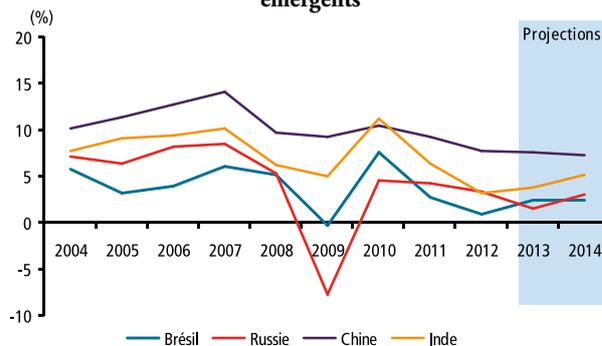
Source : FMI.

Concernant les pays émergents, la croissance en Chine a marqué au troisième trimestre sa première accélération depuis le dernier trimestre de 2012, passant de 7,5% à 7,8%, tirée notamment par la hausse de la production industrielle et des ventes au détail. En Inde, la croissance a progressé de 4,4% à 4,8% à la faveur de la bonne tenue du secteur agricole, alors qu'au Brésil, elle a reculé de 3,3% à 2,2%. Quant à la Russie, les données restent celles du deuxième trimestre, avec une croissance qui est revenue de 1,6% à 1,2%.

Pour leur part, les indicateurs à haute fréquence de novembre mettent en relief la fragilité de la reprise dans la zone euro. En effet, le PMI composite a baissé de 51,9 points en octobre à 51,7 points, suite à la diminution de l'activité des services, l'indice PMI manufacturier ayant augmenté de 51,3 à 51,6 points en novembre. Aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier est passé de 56,4 points à 57,3, soit un écart de 14,6% par rapport au seuil de contraction (50 points).

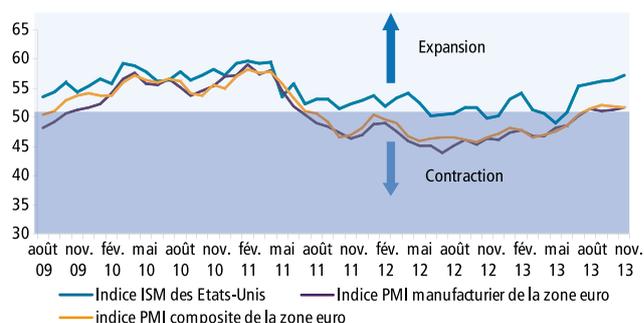
S'agissant des perspectives économiques mondiales, le FMI a revu à la baisse ses projections de croissance mondiale en octobre. Ainsi, la croissance mondiale devrait s'établir à 2,9% en 2013 et à 3,6% en 2014, en raison principalement de l'abaissement des prévisions des pays émergents à 4,5% en 2013 et à 5,1% en 2014. Dans les pays avancés, le PIB devrait croître de 1,2% en 2013 et de 2% en 2014. Par pays, les prévisions de croissance aux Etats-Unis ont été revues à la baisse à 1,6% et 2,6% respectivement en 2013 et 2014, tandis que dans la zone euro, la croissance a été révisée à la hausse à -0,4% en 2013 et maintenue inchangée à 1% en 2014. Par ailleurs, le FMI a prévu une croissance de 7,6% en 2013 et de 7,3% en 2014 en Chine, et de 3,8% et 5,1% respectivement en Inde. Pour la région Moyen-Orient Afrique du Nord, la croissance devrait se limiter à 2,1% en 2013 avant d'atteindre 3,8% en 2014.

Graphique 3.8 : Evolution de la croissance dans les pays émergents



Source : FMI.

Graphique 3.9: Evolution des 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	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
PIB mondial	2,8	3,6	2,9	3,6	2,7	3,6
Etats-Unis	1,6	2,6	1,6	2,6	1,7	2,9
Zone euro*	-0,5	1,1	-0,4	1	-0,4	1
Allemagne	0,5	1,7	0,5	1,4	0,5	1,7
France	0,2	0,9	0,2	1	0,2	1
Italie	-1,8	0,7	-1,8	0,7	-1,9	0,6
Espagne	-1,3	0,5	-1,3	0,2	-1,3	0,5
Royaume Uni	1,3	2,2	1,4	1,9	1,4	2,4
Japon	2,1	2	2	1,2	1,8	1,5
Chine	7,5	7,4	7,6	7,3	7,7	8,2
Inde	2,9	4	3,8	5,1	3,4	5,1
Brésil	2,2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,2
Russie	1,9	3	1,5	3	1,5	2,3

Source : Commission Européenne et OCDE (novembre 2013), FMI (octobre 2013).

(*) Les prévisions de l'OCDE pour la zone euro concernent 15 pays, tandis que celles du FMI et de la Commission européenne prennent en considération les 17 pays de la zone.

Au même titre que les perspectives du FMI, les récentes prévisions de l'OCDE, datant de novembre, font ressortir une révision à la baisse de la croissance mondiale pour 2013 et 2014. Ces révisions résultent notamment de l'incertitude entourant la politique budgétaire aux Etats-Unis et des vulnérabilités observées dans les pays émergents. En effet, selon l'OCDE, la croissance mondiale s'établirait à 2,7% en 2013 et 3,6% en 2014. Par pays, la croissance aux Etats-Unis atteindrait 1,7% en 2013, et 2,9% en 2014, tandis qu'en zone euro, elle devrait s'établir à -0,4% et 1%, respectivement.

3.1.3 Marché de l'emploi

Les données du marché du travail aux Etats-Unis pour le mois de novembre 2013, indiquent une baisse du taux de chômage à son niveau le plus bas depuis 2008, soit 7,0% après 7,3% le mois précédent, faisant ressortir une création de 203.000 postes d'emploi au courant du mois de novembre au lieu de 200.000 postes le mois précédent.

Dans la zone euro, les données d'octobre font ressortir un taux chômage à 12,1%. Dans les pays partenaires en particulier, ce taux s'est établi à 5,2% en Allemagne, 10,9% en France, 12,5% en Italie et 26,7% en Espagne (tableau 3.3).

Au niveau des perspectives du marché de l'emploi, les dernières projections du FMI datant d'octobre 2013 font ressortir, à l'exception des Etats-Unis, des hausses des taux de chômage pour la majorité des pays avancés en 2013, avant de connaître des baisses en 2014.

Ainsi, le FMI prévoit un taux de chômage de 7,6% en 2013 et de 7,4% en 2014 aux Etats-Unis, et de 12,3% et 12,2% respectivement pour la zone euro. Au niveau des pays partenaires, le taux de chômage en France, s'établirait à 11,0% en 2013 et à 11,1% en 2014, alors qu'en Allemagne, il devrait passer de 5,6% à 5,5%

Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage

	2011	2012	septembre 2013	octobre 2013	novembre 2013
Etats-Unis	9,0	8,1	7,2	7,3	7,0
Zone euro	10,2	11,4	12,2	12,1	N.D
France	9,6	10,2	11,1	10,9	N.D
Italie	8,4	10,7	12,5	12,5	N.D
Allemagne	6,0	5,5	5,2	5,2	N.D
Espagne	21,7	25,1	26,6	26,7	N.D
Royaume-Uni	8,0	7,9	N.D	N.D	N.D

Source : Eurostat.

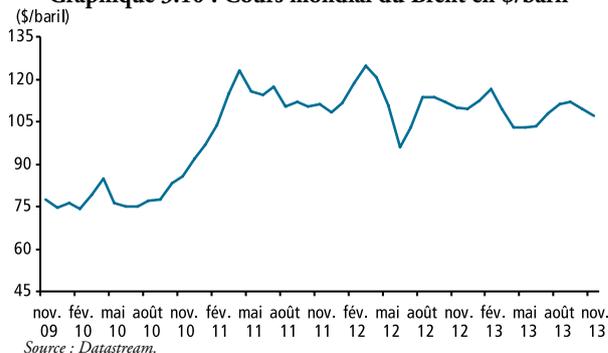
Tableau 3.4 : Perspectives d'évolution des taux de chômage dans les principaux pays avancés

	FMI		OCDE		Commission européenne	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Etats-Unis	7,6	7,4	7,5	6,9	7,5	6,9
Zone euro*	12,3	12,2	12,0	12,1	12,2	12,2
Allemagne	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4	5,3
France	11,0	11,1	10,6	10,8	11,0	11,2
Italie	12,5	12,4	12,1	12,4	12,2	12,4
Espagne	26,9	26,7	26,4	26,3	26,6	26,4
Royaume-Uni	7,7	7,5	7,8	7,5	7,7	7,5

Source : OCDE et Commission Européenne (novembre 2013), FMI (octobre 2013)

* Les prévisions de l'OCDE pour la zone euro concernent 15 pays, tandis que celles du FMI et de la Commission européenne prennent en considération les 17 pays de la zone.

Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en \$/baril



sur la même période. En Italie et en Espagne, il atteindrait respectivement 12,5% et 26,9% en 2013, avant de connaître une légère diminution à 12,4% et 26,7% respectivement en 2014. Enfin, pour le Royaume-Uni, le FMI prévoit un taux de 7,7% en 2013 et 7,5% en 2014.

S'agissant des projections de novembre de l'OCDE, elles restent globalement en ligne avec celles du FMI. Ainsi, l'OCDE table aux Etats-Unis sur un taux de chômage de 7,5% en 2013, avant de baisser à 6,9% en 2014. Pour la zone euro, elle prévoit un taux de chômage de 12,0% et 12,1% respectivement.

Concernant les pays partenaires, l'OCDE table pour la France, sur un taux de chômage de 10,6% en 2013 et de 10,8% en 2014. Pour l'Allemagne, ce taux devrait se situer à 5,4% sur la même période. En Italie, ce taux devrait atteindre 12,1% et 12,4% respectivement en 2013 et 2014. En Espagne, le taux de chômage s'établirait à 26,4% et 26,3% respectivement en 2013 et 2014.

3.2 Prix des matières premières et inflation

Au cours du mois de novembre, les prix des matières premières se sont globalement orientés à la baisse en glissement annuel. Pour ce qui est de l'inflation, elle a accusé, entre septembre et octobre, des reculs dans la plupart des pays avancés, renforçant ainsi les pressions désinflationnistes observées ces derniers mois.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

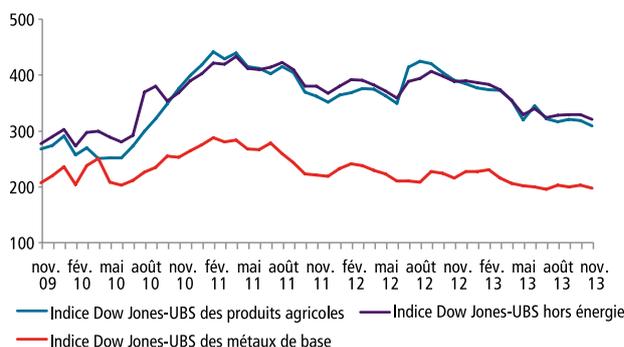
Le prix du Brent s'est replié de 2,4% d'un mois à l'autre, s'établissant à un cours moyen de 107 dollars le baril en novembre. Cette évolution est liée, notamment, à la faiblesse de la demande et à la production qui demeure élevée en Arabie Saoudite. De même, ce prix est en baisse de 3%, d'une année à l'autre.

Tableau 3.5 : Futures du pétrole (Brent en dollars US)

	T4:13	T1:14	T2:14	T3:14	2014	2015	2016
Pétrole	108,13	106,98	105,98	104,62	105,2	99,79	95,09

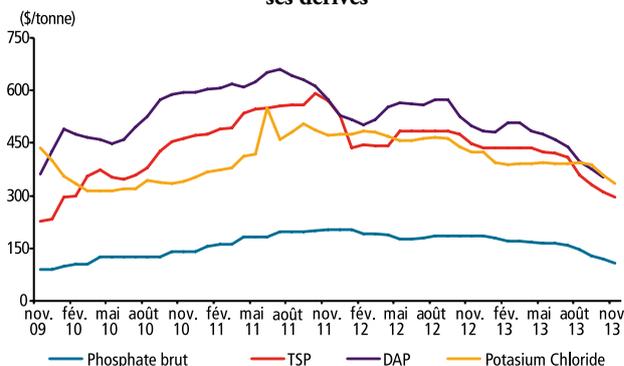
Source : Bloomberg.

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



Source : Datastream.

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



Source : Banque Mondiale.

Concernant les perspectives d'évolution pour 2013¹, la Banque mondiale a revu en octobre ses estimations à la hausse de 100,7 à 105 dollars le baril. De même, la prévision du FMI est passée de 100,09 dollars dans sa mise à jour du WEO de juillet à 104,49 dollars le baril dans le WEO d'octobre 2013. Parallèlement, la Commission Européenne a révisé à la hausse ses prévisions du prix du Brent, tablant désormais sur un prix de 108,8 dollars le baril dans ses perspectives économiques d'automne, au lieu de 104,9 dollars dans l'édition précédente.

3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En novembre 2013, les prix des produits hors énergie se sont inscrits en baisse en glissement annuel. L'indice Dow Jones y afférent a, en effet, accusé un net recul de 17,6%, reflétant la diminution de 8,4% de l'indice des prix des métaux de base et le fort repli de 21,1% de celui des produits agricoles.

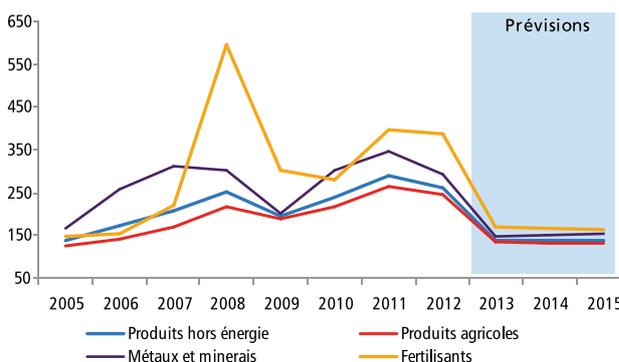
S'agissant du marché mondial du phosphate et dérivés, le prix du brut s'est contracté de 10% entre octobre et novembre, passant de 120,6 dollars la tonne à 108,5 dollars. De même, les prix des dérivés ont accusé des reculs, en glissement mensuel, de 4,8% pour le TSP et de près de 7% pour le DAP et le Chlorure de Potassium. En revanche, le cours de l'urée a connu une hausse de 4,4%, d'un mois à l'autre. En glissement annuel, les prix ressortent en baisse de 41,4% pour le Phosphate brut, de 34,1% pour le TSP, de 33,1% pour le DAP, de 21,4% pour le Chlorure de Potassium et de 16,5% pour l'urée.

3.2.3 Inflation dans le monde

En octobre 2013, l'inflation a accusé un recul aux Etats-Unis revenant de 1,2% à 1%, soit son plus bas niveau depuis octobre 2009. En revanche, elle a connu une légère hausse au Japon, où elle est passée de 1% à 1,1%. Dans la zone euro, une première estimation d'Eurostat

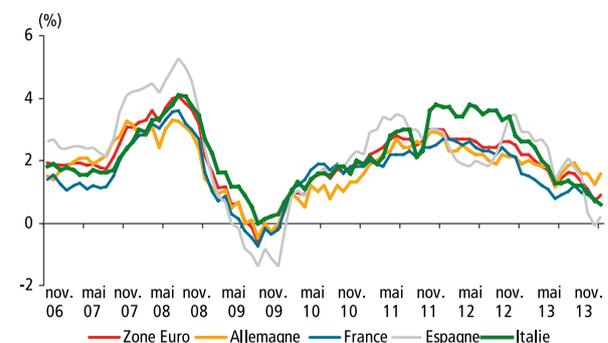
¹ La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubaï). Pour sa part, la Commission Européenne projette uniquement le prix du Brent.

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



Sources : Eurostat et Datastream

Tableau 3.6 : Perspective de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

	OCDE		Commission Européenne		FMI	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Etats-Unis	1,5	1,8	1,5	1,9	1,4	1,5
Zone euro*	1,4	1,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Allemagne	1,7	1,8	1,7	1,7	1,6	1,8
France	1	1,2	1	1,4	1	1,5
Espagne	1,6	0,5	1,8	0,9	1,8	1,5
Italie	1,4	1,3	1,5	1,6	1,6	1,3
Royaume Uni	2,6	2,4	2,6	2,3	2,7	2,3
Japon	0,2	2,3	0,3	2,6	0	2,9

Sources : OCDE, Commission Européenne et FMI.

(*) Les prévisions de l'OCDE pour la zone euro concernent 15 pays, tandis que celles du FMI et de la Commission européenne prennent en considération les 17 pays de la zone.

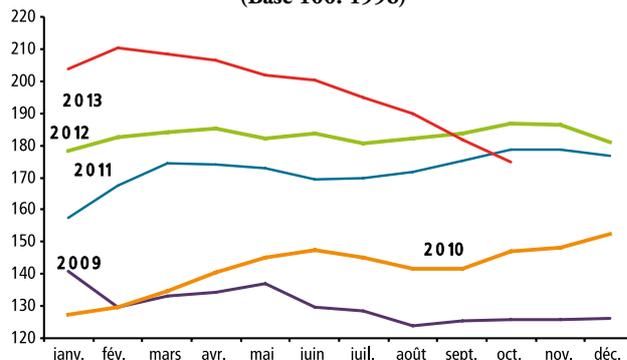
pour le mois de novembre, laisse indiquer une inflation en hausse de 0,7% à 0,9%, reflétant notamment son augmentation en Allemagne de 1,2% à 1,6%. Par ailleurs, après avoir connu une baisse des prix à la consommation de 0,1% au cours du mois d'octobre, l'Espagne a enregistré une inflation de 0,2% en novembre. Pour ce qui est de l'inflation en Italie, elle s'est repliée en novembre, revenant de 0,8% à 0,6%. S'agissant de la France, les dernières données disponibles demeurent celles d'octobre et font état d'une inflation en baisse de 1% à 0,7%. De même, l'inflation au Royaume-Uni a accusé un recul en octobre, revenant de 2,7% à 2,2%. Au niveau des pays émergents et en développement, l'inflation a décéléré au Brésil revenant de 5,9% à 5,8%, tandis qu'elle a légèrement augmenté en Chine, passant de 3,1% à 3,2% en octobre.

En ce qui concerne les perspectives d'évolution des prix, le FMI prévoit que l'inflation atteindrait, dans les pays émergents et en développement, 6,2% en 2013 et 5,7% en 2014. En revanche, elle devrait se limiter à 1,4% et 1,8% dans les pays avancés, au cours de la même période. Par ailleurs, selon les dernières projections de l'OCDE, l'inflation devrait atteindre dans la zone euro 1,4% en 2013 avant de ralentir à 1,2% en 2014 et enregistrerait aux Etats-Unis 1,5% et 1,8%, respectivement, en 2013 et en 2014.

3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

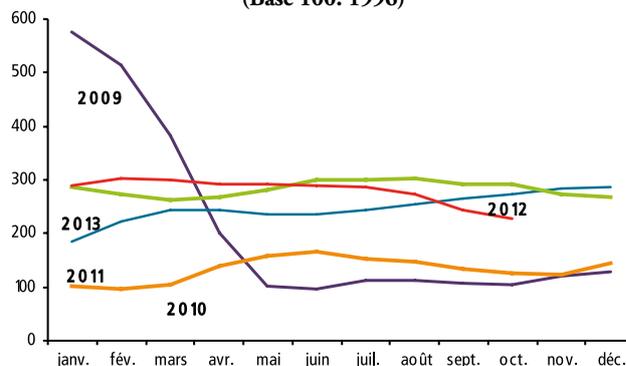
A fin octobre 2013, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a accusé un repli mensuel de 3,8%, après celui de 4,3% le mois précédent. Ainsi, l'IPM des produits miniers a enregistré une diminution de 6,9% après celle de 10%, liée notamment à la régression de 9,7% du prix unitaire moyen à l'importation du fer et acier.

Graphique 3.15 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base 100: 1996)



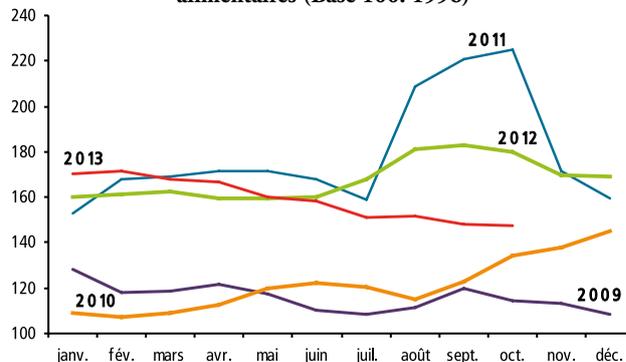
Sources : OC et calculs BAM.

Graphique 3.16 : Indice des prix à l'import des produits miniers (Base 100: 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base 100: 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

De même, l'IPM des produits alimentaires a accusé un recul de 0,3%, après celui de 2,3% en septembre. Cette évolution recouvre la baisse de 3,2% du prix unitaire moyen à l'import du maïs et la hausse de 1,1% de celui du blé.

En revanche, l'IPM des demi-produits a progressé de 3,9%, après 5,1% un mois auparavant. Cette évolution s'explique notamment par les hausses respectives de 2,3% et de 1% des prix unitaires moyens à l'importation des fils et barres et des matières plastiques.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une baisse de 15,9%, contre celle de 4,6% pendant la même période de l'année précédente. C'est ainsi que l'IPM des produits alimentaires a diminué de 18,2%, en relation notamment avec les fléchissements respectifs de 25,5% et de 13,2% du prix unitaire moyen à l'importation du maïs et de celui du blé. Pour sa part, l'IPM des produits miniers a diminué de 21,9%. Cette évolution recouvre le repli de 39,4% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut et la progression de 15,3% de celui du fer et acier. Toutefois, l'IPM des demi-produits a observé une légère augmentation de 0,6%, en liaison notamment avec la hausse de 4,6% du prix unitaire moyen à l'importation des matières plastiques, atténuée par le recul de 3,8% de celui des papiers et cartons.

Graphique 3.17 : Indice des prix à l'import des demi-produits (Base 100: 1996)

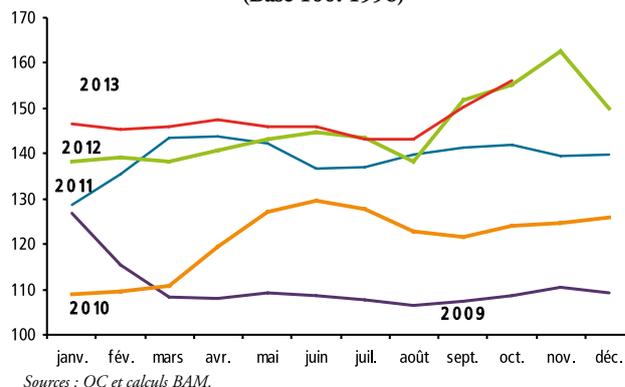
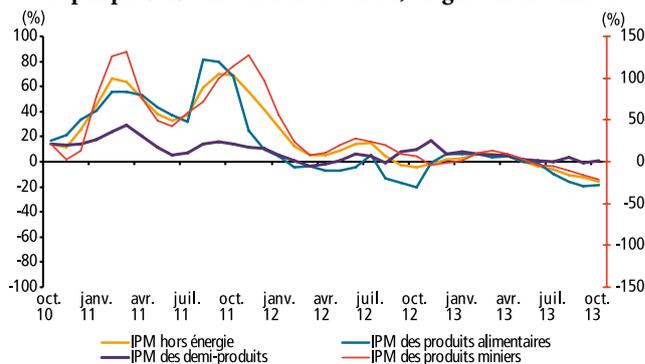


Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	août 2013	sept. 2013	oct. 2013	août 2013	sept. 2013	oct. 2013
IPM hors énergie	-2,7	-4,3	-3,8	-10,5	-12,7	-15,9
IPM alimentaires	0,3	-2,3	-0,3	-16,3	-19,3	-18,2
IPM demi-produits	-4,7	-10,0	-6,9	-10,2	-16,0	-21,9
IPM miniers	-0,1	5,1	3,9	3,5	-1,0	0,6

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

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



Sources : OC et calculs BAM.

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données monétaires relatives au mois d'octobre 2013 indiquent une légère accélération des rythmes de progression des agrégats de monnaie et de crédit, avec toutefois, le maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. En effet, l'agrégat M3 s'est accru de 6,1% au lieu de 5,8% au troisième trimestre, reflétant notamment le renforcement de la constitution des dépôts auprès des banques. S'agissant du crédit bancaire, il a enregistré une hausse annuelle de 3,1%, au lieu de 2,6% un trimestre auparavant. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib pour le troisième trimestre 2013 font ressortir une augmentation de 21 points de base du taux moyen pondéré qui s'est élevé à 6,3%, suite principalement à la hausse des taux appliqués aux crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, de ceux des crédits à l'équipement. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,98% au troisième trimestre, en termes nominaux par rapport au trimestre précédent et de 1,31% en termes réels, en raison d'un taux d'inflation national globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. De son côté, l'indice des prix des actifs immobiliers a augmenté de 0,4% en glissement annuel, traduisant les progressions de 0,4% des prix des actifs fonciers et commerciaux et de 0,5% de ceux des biens résidentiels. Les évolutions des conditions monétaires et des prix des actifs laissent indiquer globalement l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine monétaire à moyen terme.

4.1 Conditions monétaires

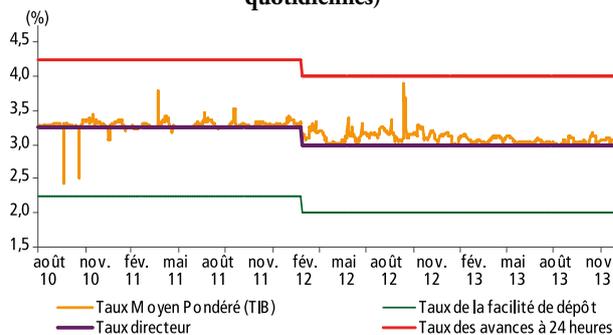
4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 24 septembre 2013, le Conseil de la Banque a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est établi à 3,07% en moyenne entre octobre et novembre 2013, soit une augmentation de 3 points de base par rapport au 3ème trimestre.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor, émis sur le marché primaire, ont enregistré des hausses en octobre, allant jusqu'à 17 points de base par rapport au trimestre précédent, à l'exception des rémunérations assortissant les bons à 13 et à 26 semaines, qui ont accusé des baisses respectives de 2 et de 7 points de base. Le même profil d'évolution a été constaté globalement au niveau des différentes maturités sur le marché secondaire, hormis les taux des bons à 52 semaines et à 20 ans qui sont restés stables.

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a diminué de 2 points de base entre le troisième trimestre et octobre 2013, revenant à 3,71%. Ce repli recouvre une baisse de 3 points de base du taux assortissant les dépôts à un an et une progression de 2 points de base de celui des dépôts à 6 mois.

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



* Données arrêtées au 27 novembre 2013

Source : BAM

Tableau 4.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2012				2013			oct. 13
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
21 jours	-	-	-	-	-	-	-	-
24 jours	-	-	-	3,71	-	-	-	-
35 jours	-	-	-	3,78	4,12	-	-	-
43	-	-	3,48	-	-	-	-	-
44 jours	-	-	3,59	-	-	-	-	-
45 jours	-	-	-	3,97	-	-	-	-
13 semaines	3,42	3,21	3,31	3,40	3,93	3,94	3,50	3,48
26 semaines	3,55	3,39	3,42	3,57	4,07	4,11	3,82	3,75
52 semaines	3,65	3,53	3,74	3,84	4,20	4,23	4,11	4,14
2 ans	3,88	3,71	3,93	4,24	4,57	4,68	4,61	4,72
5 ans	4,05	4,00	4,32	4,52	4,75	-	4,93	5,1
10 ans	4,32	4,29	4,51	4,84	-	-	5,42	-
15 ans	4,46	4,52	4,74	5,08	5,52	5,69	5,71	5,8
20 ans	-	-	5,01	-	-	-	-	-

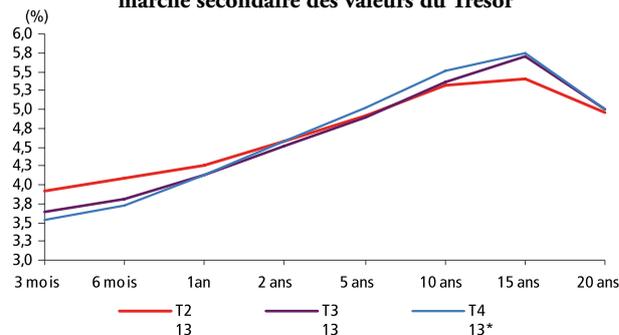
Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2013 indiquent un accroissement de 21 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, s'élevant ainsi à 6,3%. Cette évolution est liée principalement à la progression des taux appliqués aux crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, à ceux des crédits à l'équipement. Les taux assortissant les autres catégories de crédit ont, en revanche, accusé des baisses allant de 5 à 11 points de base.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Les données relatives au mois d'octobre 2013 font ressortir une légère accélération du rythme de progression annuel de la masse monétaire

Graphique 4.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor



* L'observation du quatrième trimestre 2013 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} octobre au 25 novembre 2013.
Source : BAM.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2012				2013			oct. 13
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
6 mois	3,49	3,43	3,49	3,55	3,52	3,56	3,55	3,57
12 mois	3,84	3,83	3,83	3,84	4,02	3,89	3,83	3,80
Moyenne pondérée	3,68	3,69	3,71	3,73	3,85	3,76	3,73	3,71

Source : BAM

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

Au cours du troisième trimestre de l'année 2013, le déficit de liquidité bancaire s'est accru de 14,6 milliards de dirhams par rapport au trimestre précédent pour atteindre 74 milliards de dirhams, en raison de l'incidence restrictive conjuguée de l'ensemble des facteurs autonomes. En effet, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 7,2 milliards de dirhams suite aux retraits importants liés à la période estivale, au mois de Ramadan et à Aïd Al-Fitr.

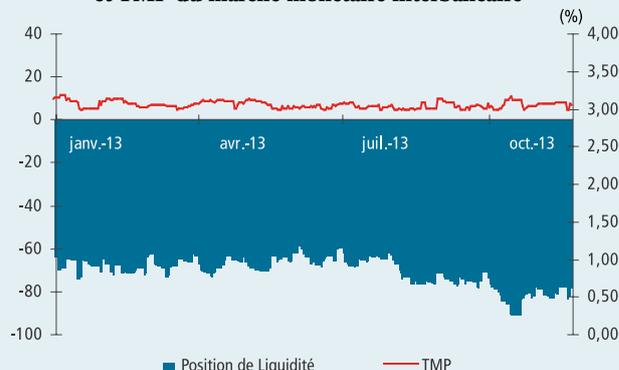
De même, les opérations sur avoirs extérieurs ont eu une incidence négative de 4,8 milliards de dirhams sur la liquidité. En effet, les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 6,5 milliards de dirhams ont été totalement compensées par l'accélération du rythme d'achat de devises par les banques commerciales (11,3 milliards de dirhams).

Par ailleurs, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 3,9 milliards de dirhams. Les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (43,8 milliards de dirhams) et l'encaissement du 2^{ème} acompte de l'IS, n'ont que partiellement compensé par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (30,2 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (14 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (15,9 milliards de dirhams).

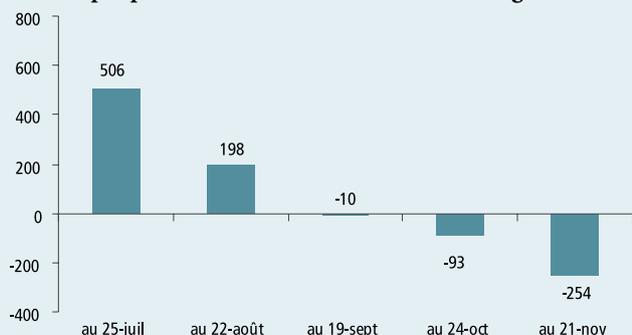
Graphique E 4.1.1 : Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle



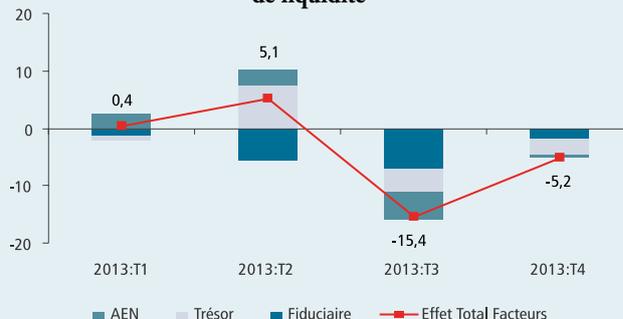
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité¹ et TMP du marché monétaire interbancaire



Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



Graphique E 4.1.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité



Durant le 4ème trimestre de l'année 2013, le creusement du déficit de liquidité bancaire s'est poursuivi, atteignant 78,1 milliards de dirhams, en hausse de 4,1 milliards de dirhams par rapport au trimestre précédent, sous l'effet restrictif conjugué de l'ensemble des facteurs autonomes. En effet, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 3 milliards de dirhams du fait de la différence entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (29,7 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales dont le 3ème acompte de l'IS
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (24,8 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (5,3 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (3,5 milliards de dirhams).

De même, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a exercé un impact restrictif de 1,7 milliard de dirhams suite aux retraits importants opérés à l'occasion d'Aïd Al-Adha.

Enfin, les opérations sur avoirs extérieurs ont eu une incidence négative de 500 millions de dirhams sur la liquidité : les achats de devises par les banques commerciales se sont élevés à 4,6 milliards de dirhams alors que les cessions de billets de banque étrangers ont atteint 4,1 milliards de dirhams.

En raison de l'amélioration de sa trésorerie, l'encours des placements du Trésor sur le marché monétaire s'est établi à 4 milliards de dirhams en moyenne quotidienne contre 2,3 milliards de dirhams enregistrés au cours du trimestre précédent.

En vue de combler le déficit de liquidité des banques, Bank Al-Maghrib est intervenue majoritairement au moyen des avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 57,8 milliards de dirhams, en hausse de 8,3 milliards de dirhams par rapport au niveau moyen injecté le trimestre précédent.

Bank Al-Maghrib a également maintenu l'encours de ses opérations de refinancement à 3 mois à 20 milliards de dirhams, dont 6 milliards au titre des opérations de prêts garantis par des effets privés représentatifs de crédits destinés au PME et TPE.

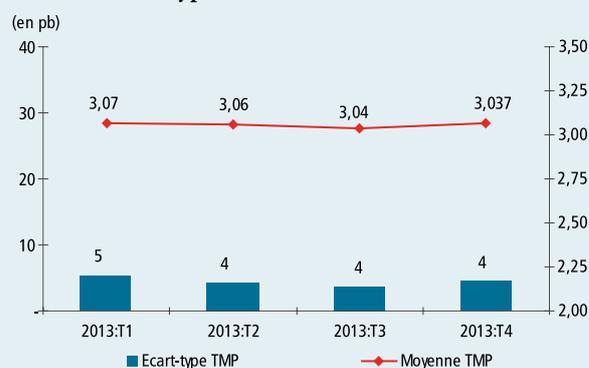
En outre, la Banque a accordé une opération d'avances à 24 heures pour un montant de 5 milliards de dirhams.

Pour sa part, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en légère hausse de 3 points de base par rapport au niveau moyen observé durant T3 2013, pour atteindre à 3,07%. Toutefois, sa volatilité demeure limitée au niveau observé un trimestre auparavant (4 points de base) témoignant de la stabilité du TMP à des niveaux proches du taux directeur.

Graphique E 4.1.5 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire



Graphique E 4.1.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire



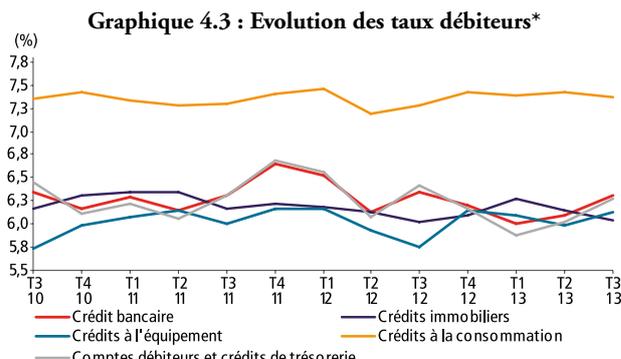
¹ Période allant du 1^{er} octobre au 22 novembre 2013.

comparativement au troisième trimestre. Les tensions inflationnistes issues de la sphère monétaire demeurent toutefois, globalement contenues à moyen terme, eu égard au maintien de l'écart monétaire à des niveaux négatifs.

L'agrégat M3 s'est, ainsi, accru de 6,1% en glissement annuel, au lieu de 5,8% en moyenne au troisième trimestre. Cette évolution recouvre une décélération des rythmes d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale et des réserves internationales nettes, et une accélération de celui du crédit bancaire.

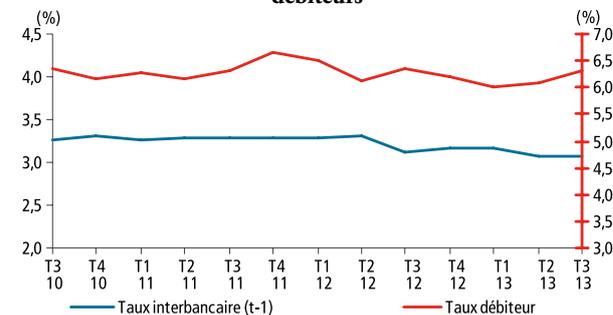
Au niveau des principales composantes de l'agrégat M3, il ressort que la monnaie scripturale a enregistré une croissance annuelle de 5,7%, supérieure à celle de 3,8% observée au cours du dernier trimestre et ce, malgré une contraction de 0,9% d'un mois à l'autre. De même, les dépôts à terme se sont accrus de 5,4%, au lieu de 3,6% en moyenne durant les trois derniers mois. A l'inverse, et en dépit d'une augmentation mensuelle de 1,4% suite aux retraits opérés à l'occasion d'Aïd Al-Adha, le taux d'accroissement annuel de la monnaie fiduciaire est revenu de 5,9% à 3,7%, traduisant notamment un effet de base. S'agissant des titres des OPCVM monétaires, après une hausse annuelle de 6,8% observée au troisième trimestre, leur encours est revenu à un niveau inférieur de 2,6% par rapport à celui enregistré au titre de la même période de l'année 2012. Quant aux placements à vue et aux certificats de dépôts, leur taux de progression annuel n'a pas connu de variations significatives entre le dernier trimestre et octobre 2013, se situant respectivement à 9% et à 28,1%.

S'agissant de l'évolution des dépôts inclus dans l'agrégat M3 par agent économique, la hausse enregistrée s'explique notamment par le renforcement de la contribution des entreprises non financières privées. Les avoirs de ces dernières ont connu une expansion de 14,8% en octobre, après 10,2% un trimestre auparavant. Concernant les avoirs des ménages, ils se sont accrus de 5,8%, soit un rythme comparable



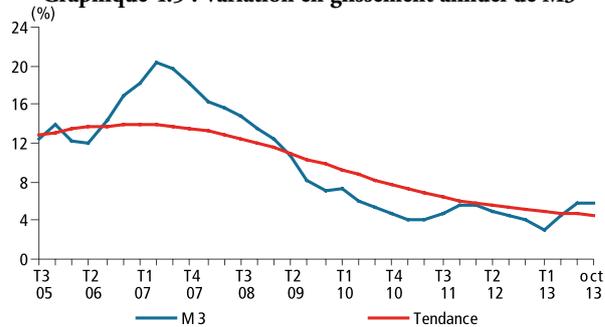
* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL- MAGHRIB).

Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



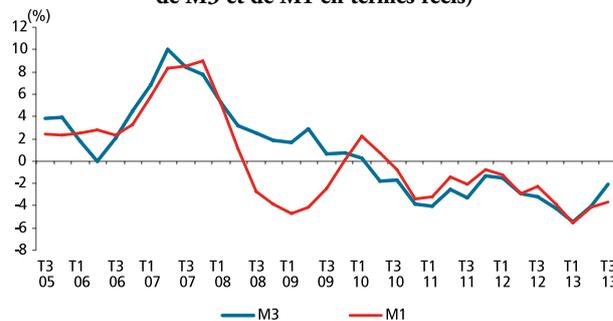
Source : BAM

Graphique 4.5 : Variation en glissement annuel de M3



Source : BAM

Graphique 4.6 : Ecart monétaire¹ (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

Source : BAM

à celui observé durant le dernier trimestre, demeurant ainsi le principal contributeur à la progression des dépôts. Quant aux dépôts du secteur public, ils ont poursuivi leur orientation baissière observée durant les derniers mois.

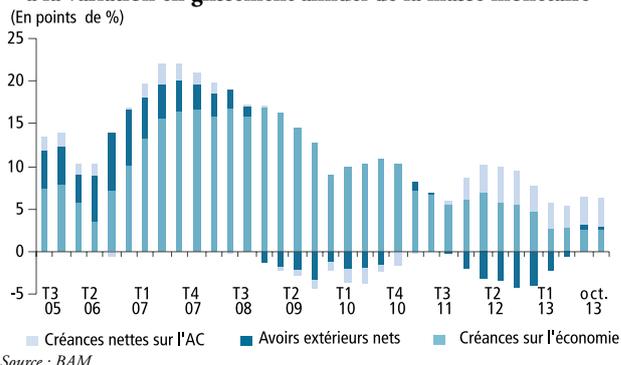
Crédit

Les évolutions récentes font ressortir une progression de 3,1% du crédit bancaire en octobre, après 2,6% en moyenne durant le troisième trimestre, reflétant un léger mouvement de redressement depuis août.

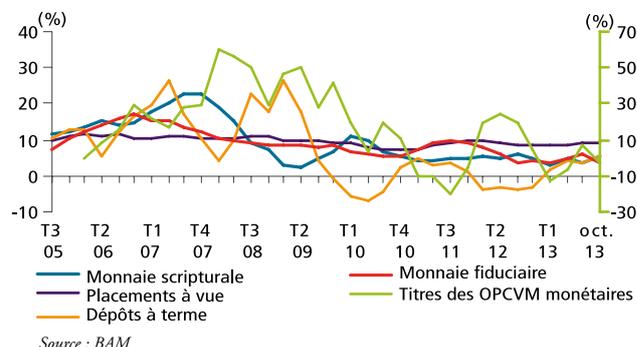
L'analyse du crédit bancaire par objet économique indique que les facilités de trésorerie sont passées d'une variation annuelle nulle au troisième trimestre, attribuable principalement à un effet de base liée à la forte hausse enregistrée au cours de la même période de l'année précédente, à un taux de croissance de 0,8% en octobre. De même, le rythme de progression annuel des crédits à l'équipement s'est établi à 1,4%, après 0,7% au troisième trimestre. En revanche, la variation des prêts immobiliers en glissement annuel est revenue de 5,4% au troisième trimestre à 4,8% en octobre, reflétant une décélération de 8,3% à 7,5% des crédits à l'habitat et une contraction de 2,1% des prêts aux promoteurs, après celle de 0,4% au trimestre précédent. Pour ce qui est des crédits à la consommation, ils ont continué leur mouvement de ralentissement, entamé en août 2012, leur progression annuelle étant revenue de 2,4% au troisième trimestre à 1,7% en octobre. S'agissant des créances en souffrance, leur taux d'accroissement annuel est passé de 12,8% le trimestre précédent, à 16,1% en octobre, portant ainsi leur ratio au crédit bancaire de 5,5% à 5,8%.

La ventilation du crédit bancaire par agent économique traduit tant l'augmentation du rythme de croissance des prêts accordés au secteur privé, que la décélération de ceux des concours destinés au secteur public et des crédits aux autres sociétés financières. En effet, les prêts accordés au secteur privé ont marqué,

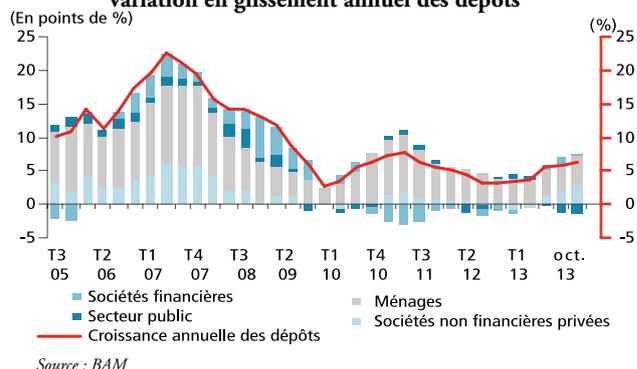
Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire



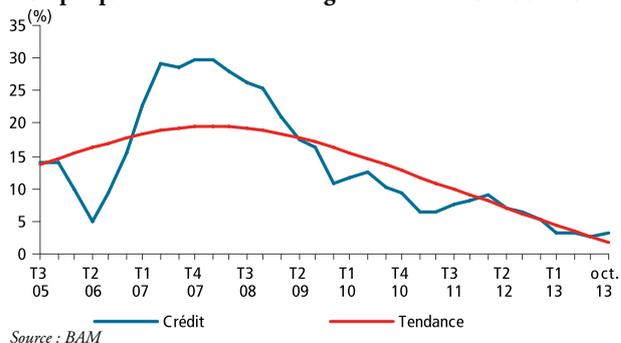
Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



Graphique 4.9 : Contributions des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel des dépôts



Graphique 4.10 : Variation en glissement annuel du crédit



en octobre, une augmentation annuelle de 3,5%, après 2,2% au troisième trimestre, portant ainsi leur contribution à la croissance du crédit bancaire de 1,8 point à 2,9 points de pourcentage. Cette évolution est imputable aux hausses enregistrées aussi bien par les crédits accordés aux ménages, qui sont passés de 5,2% à 5,4%, qu’au niveau des prêts aux sociétés non financières qui ont progressé de 2,3%, au lieu de 0,3%. En revanche, le taux de croissance des concours destinés au secteur public a connu une décélération, en glissement annuel, revenant de 11,4% à 2,4%, ramenant ainsi leur participation à la progression du crédit, de 0,6 point à 0,1 point de pourcentage. Pour leur part, les crédits accordés aux autres sociétés financières ont vu leur taux d’accroissement annuel revenir à 0,8% en octobre, au lieu de 1,3% en moyenne un trimestre auparavant.

Autres sources de création monétaire

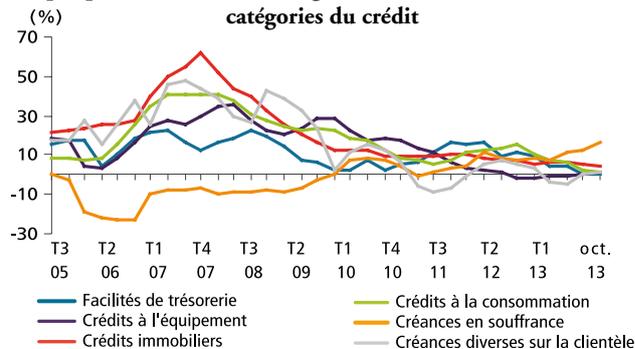
Les réserves internationales nettes (RIN), qui constituent les avoirs officiels de réserves nets des engagements à court terme de la Banque centrale envers les non résidents, ont vu leur taux de croissance annuel revenir de 4,4% au troisième trimestre à 3,7% en octobre.

S’agissant des créances nettes sur l’administration centrale, elles ont augmenté de 26,2% en octobre, soit un rythme quasi-similaire à celui de 26,4% enregistré durant le trimestre précédent. Cette évolution recouvre une légère accélération de 26% à 27,4% du rythme de progression des créances nettes des autres institutions de dépôts et une contraction de 57,4% de celui des créances de Bank Al-Maghrib.

Placements liquides

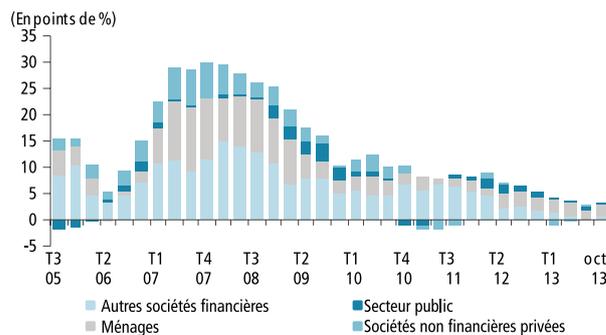
Au terme du mois d’octobre 2013, les agrégats de placements liquides ont augmenté de 9,4% après 7,4% au troisième trimestre, en relation essentiellement avec l’accélération du rythme de croissance de l’agrégat PL1. En effet, les titres qui y sont inclus se sont accrus de 13,3% après 11,7% au troisième trimestre, sous l’effet

Graphique 4.11 : Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit



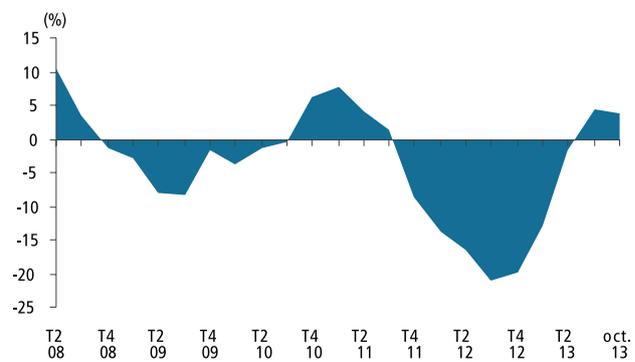
Source : BAM

Graphique 4.12 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Graphique 4.13 : Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes (RIN)



Source : BAM

notamment de la hausse de 15% des bons du Trésor négociables. De même, les titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2 se sont renforcés de 4,3%, au lieu de 2,4% un trimestre auparavant.

S'agissant des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils ont accusé un repli de 3% en glissement annuel, après celui de 7,9% constaté au trimestre écoulé, traduisant principalement l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

Taux de change

Au cours du troisième trimestre de l'année 2013 et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,25% contre l'euro, alors qu'elle s'est appréciée de 1,11% contre le dollar, de 1,43% vis-à-vis du yen japonais et de 0,18% face à la livre sterling. Durant les mois d'octobre et de novembre, le dirham s'est déprécié, en moyenne de 0,42% à l'égard de l'euro et de 1,69% contre la livre sterling. En revanche, il s'est apprécié de 1,95% et de 1,7% contre le dollar américain et le yen japonais respectivement.

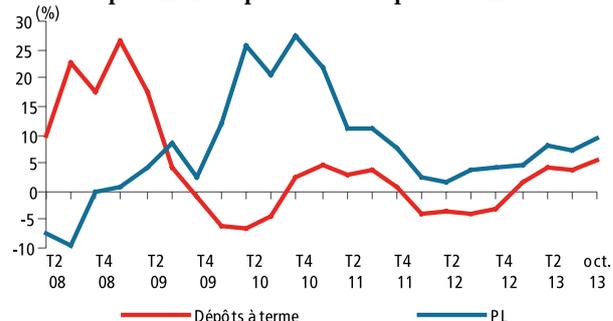
Pour sa part, le taux de change effectif du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est apprécié de 0,98% en termes nominaux au troisième trimestre 2013. Ce mouvement d'appréciation ressort plus important en termes réels, soit 1,31%, en raison d'un taux d'inflation national globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

4.2 Prix des actifs

4.2.1 Actifs immobiliers

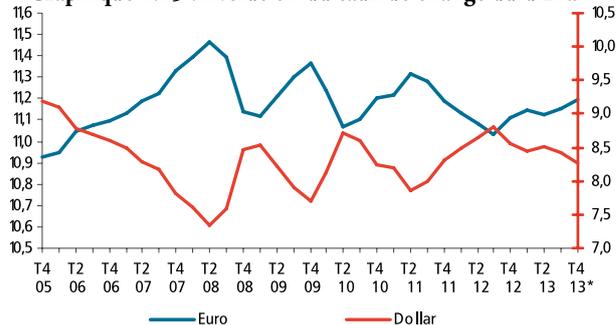
Au troisième trimestre 2013, les prix des actifs immobiliers ont enregistré une hausse annuelle de 0,4%, avec un accroissement de 0,4% des prix des actifs fonciers et commerciaux et de 0,5% de ceux résidentiels.

Graphique 4.14 : Variation en glissement annuel des placements liquides et des dépôts à terme



Source : BAM

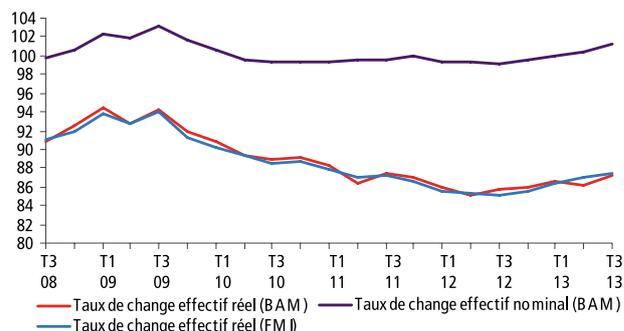
Graphique 4.15 : Evolution du taux de change du dirham



* L'observation du quatrième trimestre 2013 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} octobre au 25 novembre 2013.

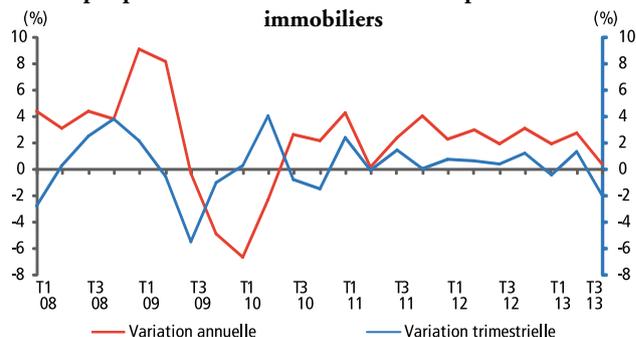
Source : BAM

Graphique 4.16 : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham (Base 100 en 2000)



Source : FMI et Calculs de BAM.

Graphique 4.17 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers



D'un trimestre à l'autre, ces prix ont en revanche, diminué de 1,9%, reflétant une baisse de 0,8% des prix des biens résidentiels et de 5,8% du foncier, ceux commerciaux ayant augmenté de 3,5%. Par ville, à l'exception d'El jadida et Kénitra où les prix ont régressé de 3% et 3,8% respectivement, les prix dans les autres villes ont enregistré des hausses annuelles comprises entre 0,4% à Méknès et 6% à Oujda.

Pour ce qui est du nombre de ventes de biens immobiliers immatriculés 35 jours après la fin du 3ème trimestre 2013, il a accusé une baisse de 17,6% par rapport à son niveau un trimestre auparavant et de 5,3% d'une année à l'autre, s'établissant à 23.741 ventes.

Parallèlement à ces évolutions, les crédits à l'habitat ont progressé de 8,1% en glissement annuel contre 9,1% un trimestre auparavant, se chiffrant ainsi à 159,4 milliards de dirhams.

Ces éléments laissent indiquer l'absence de pressions inflationnistes émanant des prix des actifs immobiliers à moyen terme.

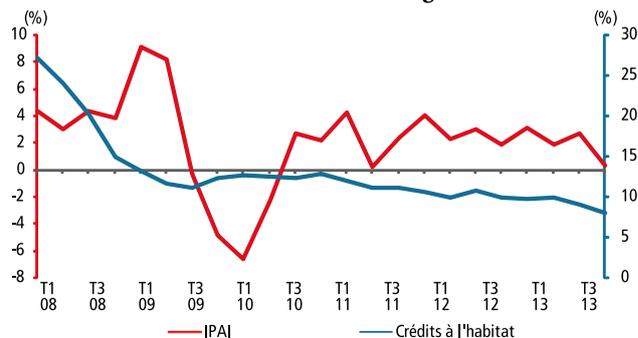
4.2.2 Cours des actions

Au troisième trimestre 2013, le MASI s'est déprécié de 8,4% en glissement annuel et de 1,3% d'un trimestre à l'autre, portant ainsi sa contre performance depuis le début de l'année à 7,3%. Toutefois, la nette appréciation mensuelle du MASI chiffrée à 8,2% en octobre, a plus que compensé la contre-performance observée durant les neuf premiers mois de l'année 2013. Ainsi, la variation depuis le début de l'année s'est établie à 0,3%, avant de revenir à un niveau négatif de 0,7% à fin novembre*. Parallèlement, la valeur des titres des sociétés immobilières a diminué de 29% par rapport au même trimestre de l'année précédente et de 26% depuis le début de l'année.

Par secteur, à l'exception des loisirs et hôtels qui ont enregistré une augmentation exceptionnelle de 93%, les autres hausses

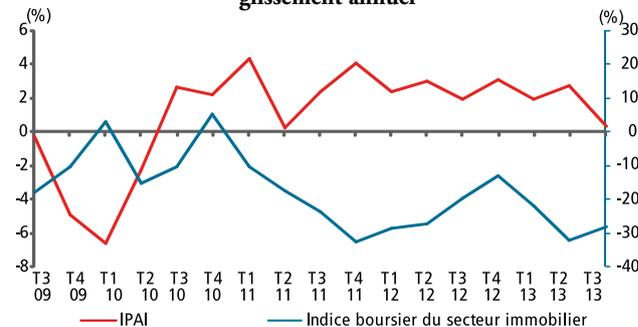
(*) Données arrêtées au 27 novembre 2013.

Graphique 4.18 : Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat*, en glissement annuel



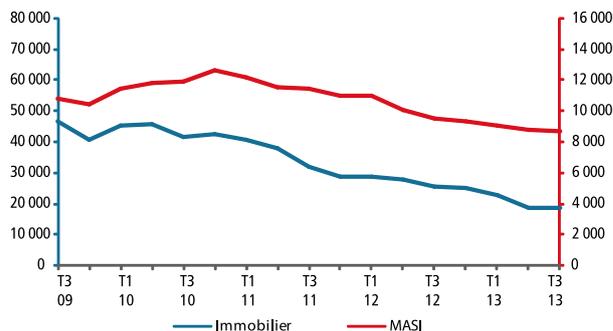
* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière.
Source : BAM et ANCFCC.

Graphique 4.19 : 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 4.20 : Evolution des indices boursiers



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 4.21 : Evolution depuis le début de l'année, des indices sectoriels, en %



Source : Bourse de Casablanca.

se sont situées entre 2% pour le secteur du bâtiment et matériaux de construction et 29% pour les services aux collectivités, alors que les baisses ont varié entre 5% pour les sociétés de financement et autres activités financières et 29% pour les équipements électroniques et électriques.

La capitalisation boursière s’est chiffrée à 419,7 milliards de dirhams au troisième trimestre 2013, en recul de 1,3% par rapport au trimestre précédent. En revanche, elle a atteint 447,2 milliards de dirhams à fin novembre*.

Dans ce contexte, les indicateurs de valorisation de la place de Casablanca, notamment, le PER¹ et le PB² se sont établis respectivement à 16,1 et à 2,22 en novembre après 15,2 et 2,09 au troisième trimestre. Ces niveaux demeurent toutefois relativement élevés par rapport à certains marchés frontiers³ (tableau 4.3).

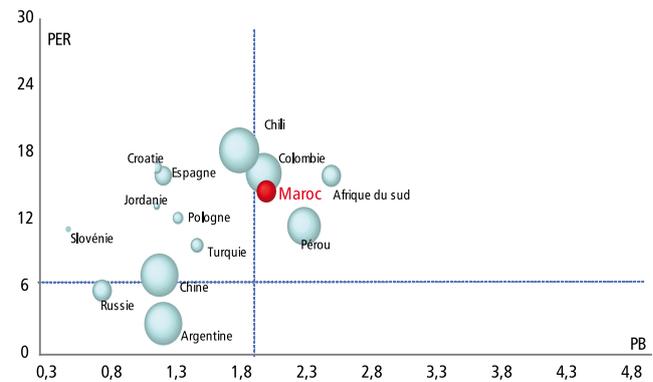
S’agissant du volume des transactions au cours du troisième trimestre 2013, il s’est établi à 4,7 milliards de dirhams, contre 15,7 milliards un trimestre auparavant. Depuis le début de l’année, il a avoisiné 35,3 milliards de dirhams, tandis qu’il a atteint 37,3 milliards de dirhams au même trimestre de l’année précédente.

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T1:12	T2:12	T3:12	T4:12	T1 : 13	T2 : 13	T3 : 13	nov-13
PER								
Argentine	9,4	6,7	7,3	8,2	10	2,1	3,3	4,1
Jordanie	14,1	12,7	13,3	13,6	14,5	14,4	13,4	15
Slovénie	11	9,9	11,6	12	10,5	10,7	11	11,5
Croatie	12,7	13	21,7	15,6	17,7	16,9	16,9	15,4
Maroc	17,1	15,5	15,2	15,1	15,2	15,2	15,2	16,1
P/B								
Argentine	1,32	0,97	0,96	1,1	1,06	0,95	1,5	1,87
Jordanie	1,35	1,27	1,32	1,34	1,36	1,28	1,12	1,24
Slovénie	0,59	0,5	0,58	0,61	0,57	0,57	0,52	0,54
Croatie	1,15	1,1	1,2	1,19	1,3	1,22	1,19	1,13
Maroc	2,58	2,38	2,23	2,22	2,15	2,12	2,09	2,22

Sources : Datastream, CFG.

Graphique 4.22 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents et frontiers^(*) au deuxième trimestre 2013



(*) La taille des bulles est fonction du ratio capitalisation boursière/ PIB
Source: Datastream, CFG Gestion et calculs BAM.

1 Le Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours en bourse d’une entreprise et son bénéfice net par action

2 PB : Price to Book Ratio est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.

3 A partir de novembre 2013, MSCI a reclassé la place de Casablanca en qualité de marché « frontier ». Il a expliqué que les conditions d’éligibilité à la classe de marchés financiers émergents, notamment en termes de liquidité, ne sont plus satisfaites. Ainsi, 8 valeurs seront retenues au niveau de l’indice MSCI frontier

(*) Données arrêtées au 27 novembre 2013.

5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les dernières données relatives aux prix à la consommation du troisième trimestre et du mois d'octobre ressortent en ligne avec les prévisions établies dans le cadre du précédent Rapport sur la Politique Monétaire (RPM). Ainsi, l'inflation, mesurée par l'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), est revenue à 1,5% en octobre 2013, après 1,7% en septembre et 1,9% en août, affichant une moyenne de 1,7% au troisième trimestre et de 2,1% sur les dix premiers mois de l'année. Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et des produits dont les prix sont réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) est ressortie à 1,6% en octobre, après 1,8% en septembre et 1,6% en août, marquant une moyenne de 1,6% au troisième trimestre et de 1,5% sur les dix premiers mois de l'année. L'évolution de l'inflation sous-jacente entre septembre et octobre résulte du ralentissement de 2,1% à 1,6% de l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE), tandis que celle des biens échangeables (IPCXE) est restée inchangée à 1,5% pour le troisième mois consécutif. Par ailleurs, et dans un contexte de recul des cours mondiaux des matières premières, notamment ceux des produits énergétiques et alimentaires, les prix à la production industrielle poursuivent leur tendance baissière entamée depuis février 2013, accusant un recul de 4,5% en octobre après celui de 4,3% en septembre.

5.1 Evolution de l'inflation

De manière globale, l'inflation est restée en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, dans un contexte marqué, notamment, par des pressions désinflationnistes dans les principaux pays partenaires. Ainsi, après s'être établie à 1,9% en août et à 1,7% en septembre, l'inflation, mesurée par l'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), a de nouveau reculé à 1,5% en octobre, affichant une moyenne de 2,1% sur les dix premiers mois de l'année. Cette évolution récente s'explique par le ralentissement aussi bien de l'inflation sous-jacente que de la hausse des tarifs des produits réglementés, tandis que l'indice des prix des « produits alimentaires volatils » a progressé à un taux quasi-inchangé. Ce dernier ressort à 1,1% en octobre après 1% en septembre, avec des évolutions divergentes au niveau de ses composantes. Si les prix des légumes et des fruits ont vu leur rythme de baisse s'accroître entre septembre et octobre, ceux des poissons ont enregistré une accélération au cours de la même période.

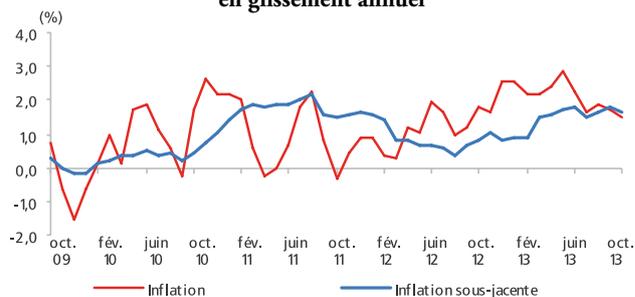
Pour leur part, les tarifs des produits réglementés ont progressé de 1,9% au lieu de 2,1% un mois auparavant, en liaison exclusivement avec le ralentissement de 6,7% à 5,3% de la hausse de la rubrique « carburants et lubrifiants ». Ces ajustements des tarifs internes des carburants à la pompe ont commencé à se

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	août 13	sept. 13	oct. 13	août 13	sept. 13	oct. 13
Inflation globale	1,0	0,0	0,1	1,9	1,7	1,5
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	5,0	-2,7	0,5	4,1	1,0	1,1
- Carburants et lubrifiants	0,0	6,4	-1,4	0,3	6,7	5,3
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,1	0,0	1,3	1,4	1,4
Inflation sous-jacente	0,3	-0,1	0,1	1,6	1,8	1,6
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires	0,7	-0,1	0,0	2,0	2,0	1,7
- Articles d'habillement et chaussures	0,5	0,4	0,3	1,6	1,9	2,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,4	0,3	0,2	2,7	3,0	3,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	0,0	0,3	0,5	0,6
- Santé*	0,0	1,3	-0,2	0,8	2,1	1,9
- Transport*	0,1	0,2	0,2	0,7	1,1	1,5
- Communication	2,1	0,0	0,0	-9,3	-9,3	-9,3
- Loisirs et cultures	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,3	0,0
- Enseignement	0,1	3,0	0,4	6,2	5,9	3,5
- Restaurants et hôtels	0,3	0,1	0,4	3,9	3,8	4,0
- Biens et services divers	0,3	0,0	0,2	1,4	1,4	1,4

* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

matérialiser depuis l'entrée en vigueur le 29 août 2013 du nouveau système d'indexation de certains combustibles liquides (Cf. encadré 5.1 du chapitre 5 du RPM de septembre 2013). Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et des produits réglementés, l'inflation sous-jacente est ressortie à 1,6% en octobre, après 1,8% en septembre et 1,6% en août, s'établissant en moyenne à 1,5% au cours des dix premiers mois de l'année. L'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente s'est réduit de 0,2 point de pourcentage en août à 0,1 en septembre et en octobre.

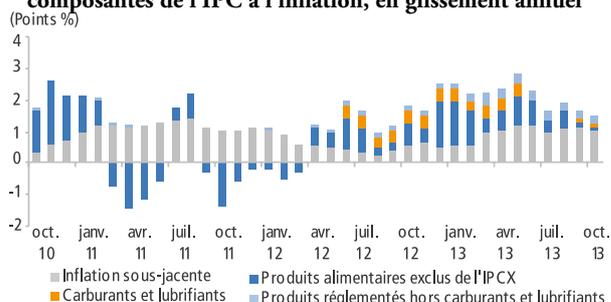
Par principales composantes, l'évolution récente de l'inflation sous-jacente résulte du ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires qui y sont inclus (1,7% après 2%), des services de l'enseignement (3,5% après 5,9%) et de santé (1,9% après 2,1%). Ces évolutions ont plus que compensé l'accélération des prix des « articles d'habillement et chaussures » (2,1% après 1,9%) et des « transports » (1,5% après 1,1%).

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix selon les composantes échangeable (IPCXE) et non échangeable (IPCXNE) montre que cette dernière a contribué significativement au recul de l'IPCX (Tableau 5.3, Graphique 5.4). En effet, les prix des biens non échangeables ont vu leur rythme de progression, en glissement annuel, ralentir de 2,1% en septembre à 1,6% en octobre, leur contribution à l'IPCX étant revenue de 1 point à 0,7 point de pourcentage. Cette évolution s'explique essentiellement par la décélération des prix des viandes et de ceux de l'enseignement préliminaire et primaire qui a plus que compensé l'accélération des prix de la restauration.

Pour sa part, l'inflation des biens échangeables est restée inchangée à 1,5% en glissement annuel entre août et octobre, avec une contribution à l'IPCX demeurée constante à 0,8 point de pourcentage.

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



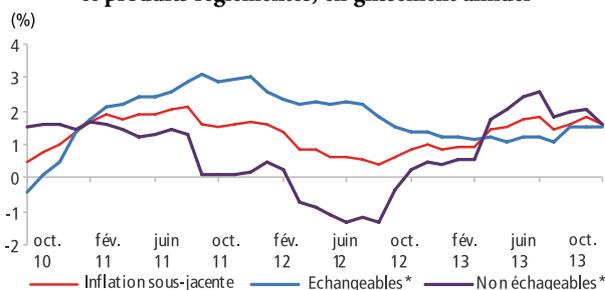
Sources : HCP et calculs BAM.

Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur

Produits (DH/Litre)	2012		2013		
	Juin	16 août	16 sept.	16 oct.	16 nov.
Super carburant	12,18	12,18	12,77	12,45	12,02
Gasoil 50	8,15	8,15	8,84	8,84	8,54
Fuel industriel (Dh/Tonne)	4 666	4 666	5328,9	5328,9	5076,6

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

Graphique 5.3 : Evolution des prix des biens échangeables* et non échangeables* et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés, 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 variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 13	sept. 13	oct. 13	août 13	sept. 13	oct. 13
Biens échangeables*	0,5	0,0	0,1	1,5	1,5	1,5
Biens non échangeables*	0,5	0,5	0,2	2,0	2,1	1,6

* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs de BAM.

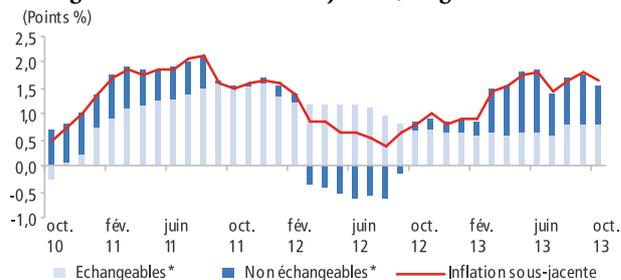
L'évolution de l'IPCXE, qui s'inscrit dans un contexte de poursuite de pressions désinflationnistes dans les pays partenaires (Graphique 5.6), recouvre toutefois des variations divergentes au niveau de certaines de ses composantes. Si les prix des huiles ont vu leur taux d'accroissement ralentir entre septembre et octobre, ceux des voitures automobiles ont, en revanche, enregistré une accélération. D'autres produits, en particulier, le « lait » et les « produits à base de céréale » ont, quant à eux, enregistré des augmentations de prix identiques durant ces deux derniers mois.

5.3 Biens et services

L'analyse de la ventilation du panier de l'IPC en biens et services indique que la décélération de l'inflation entre août et septembre résulte de celle des prix des biens non transformés alors que son ralentissement en octobre est lié à celui des autres composantes en l'occurrence, les prix des biens transformés, des services et des carburants et lubrifiants, contrebalançant ainsi la légère accélération des prix des biens non transformés.

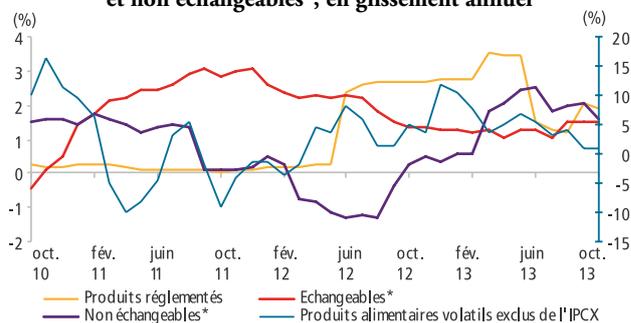
En effet, en octobre, l'inflation des biens transformés est revenue à 1,4% après 1,5% en septembre et celle des services à 1,5% au lieu de 1,8%. En outre, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré une hausse de 5,3%, moins importante que celle de 6,7% observée un mois auparavant. En termes de contribution, les plus importantes sont celles des prix des biens transformés et des services avec 0,6 et 0,5 point de pourcentage, alors que celles des biens non transformés et des carburants et lubrifiants se sont limitées à 0,3 et 0,1 point de pourcentage.

Graphique 5.4 : Contribution des biens échangeables* et non échangeables* à l'inflation sous-jacente, en glissement annuel



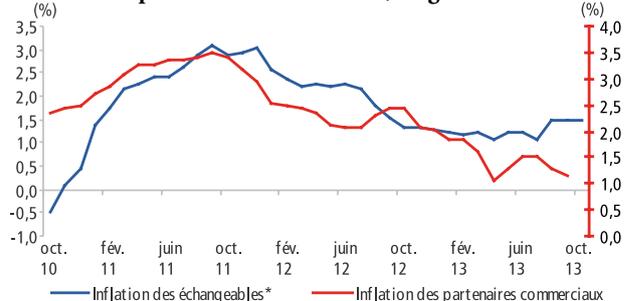
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

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



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

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



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

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

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	sept. 13	oct. 13	sept. 13	oct. 13
Produits exclus de l'IPCX	-0,2	0,0	0,6	0,5
Dont :				
Produits réglementés	-0,4	0,1	0,1	0,1
Produits alimentaires volatils	0,2	0,0	0,4	0,4
Biens échangeables*	0,0	0,0	0,5	0,5
Biens non échangeables*	0,2	0,0	0,6	0,5

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

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle ont accusé une baisse mensuelle de 1,2% en octobre, après une hausse de 0,6% en septembre, en liaison principalement avec le repli de 3,7% des prix de « raffinage de pétrole ».

Abstraction faite de cette branche, les prix à la production ont augmenté de 0,1%, recouvrant l'accroissement de 0,2% des prix dans l'«industrie alimentaire», de 1,2% dans l'«industrie du papier et du carton» et le repli de 0,5% des prix de la branche de «travail des métaux».

En glissement annuel, les prix à la production poursuivent leur rythme de baisse entamé depuis février 2013, accusant un recul de 4,5% en octobre après celui de 4,3% en septembre. Cette évolution reflète essentiellement celle des prix de la branche «raffinage de pétrole», passant de -10% en septembre à -10,7% en octobre. Pour leur part, les prix à la production hors «raffinage de pétrole», ont accusé un repli de 1,1%, soit le même rythme enregistré le mois précédent.

5.5 Anticipations d'inflation

Sur la base des derniers résultats de l'enquête de conjoncture, relative au mois d'octobre 2013, les prix des produits industriels devraient connaître à nouveau une stagnation au cours des trois prochains mois. En effet, 87% des industriels enquêtés tablent sur des niveaux inchangés de prix des produits finis, alors que 7% d'entre eux envisagent un recul de ces prix et les 6% restant prévoient un renchérissement.

Les résultats de cette même enquête montrent une anticipation de la poursuite de la modération de l'inflation au cours des trois prochains mois. Ainsi, près de 70% des chefs d'entreprises s'accordent sur une stagnation

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

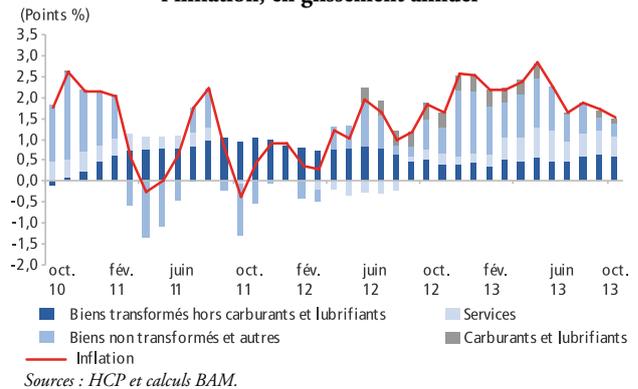
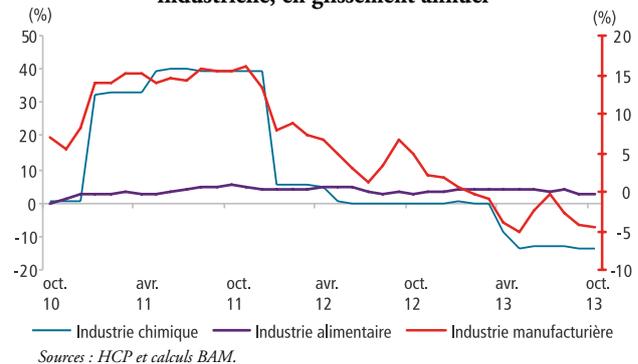


Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 13	sept. 13	oct. 13	août 13	sept. 13	oct. 13
Biens transformés*	0,4	0,1	0,1	1,4	1,5	1,4
Biens non transformés et autres	3,2	-1,9	0,3	3,3	1,3	1,4
Services	0,3	0,6	0,2	1,7	1,8	1,5
Carburants et lubrifiants	0,0	6,4	-1,4	0,3	6,7	5,3

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

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

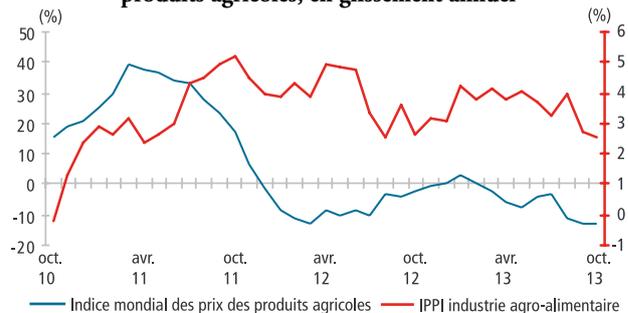


Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière, en glissement annuel



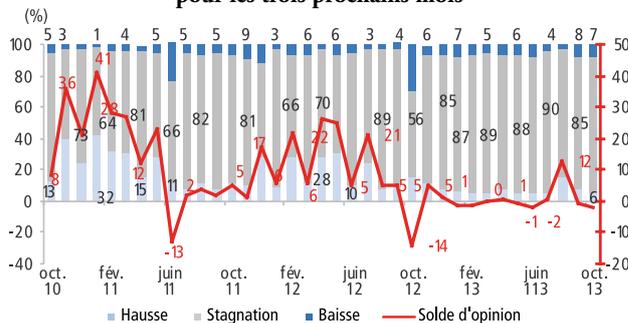
de l'inflation durant les trois mois à venir, alors que 27% d'entre eux prévoient une accélération du niveau général des prix au cours de cette même période (Graphique 5.12).

Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles, en glissement annuel



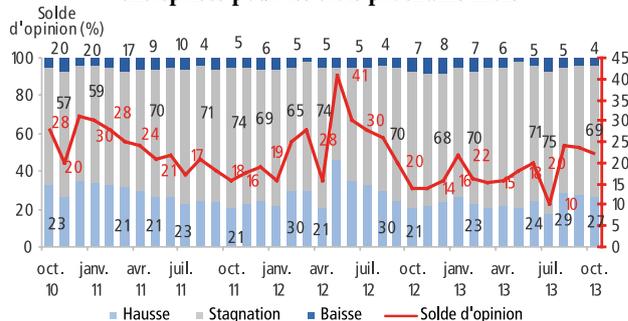
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM.

Graphique 5.11 : 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 5.12 : Anticipations de l'inflation par 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 du nouveau mécanisme d'indexation partielle des prix de certains produits énergétiques sur les cours internationaux. 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 demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, la prévision moyenne s'établissant autour de 2,3%, soit un niveau supérieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (1,8%). Au cours de l'année 2013, l'inflation devrait se situer autour de 2,1%. Quant à 2014, elle devrait évoluer en moyenne aux environs de 2,5%. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée en raison des incertitudes entourant la demande étrangère adressée au Maroc ainsi que les cours internationaux des matières premières énergétiques et des produits de base.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

L'activité mondiale continue de progresser modérément et la dynamique favorable de la croissance chez les pays avancés, en contraste avec l'essoufflement du dynamisme économique des pays émergents, confirme le renversement de tendance observé à partir de la seconde moitié de l'année en cours. En effet, les grandes économies émergentes peinent à renouer avec les taux de croissance qu'elles ont réalisés durant les deux dernières années et semblent de plus en plus vulnérables aux retournements de la conjoncture internationale. Ainsi et suite aux signes d'une éventuelle réduction progressive du volume des achats d'actifs (créances hypothécaires et bons du trésor à long terme) par la Fed, un mouvement de sortie massive de capitaux a été observé chez les pays émergents, provoquant un resserrement de liquidité sur le marché bancaire, une baisse des cours des actions et une dépréciation des principales monnaies. En revanche, les indicateurs récents concernant les pays avancés demeurent en ligne avec les évolutions constatées durant les derniers trimestres et confirment la bonne tenue de l'activité aux Etats-Unis, au Japon et au Royaume-Uni. Aussi, la confiance semble se stabiliser dans la zone euro et les prémices d'un redressement, quoique timide, se profilent.

Par ailleurs, les dernières évolutions de l'activité affichent un profil hétérogène entre les économies avancées et les économies émergentes et au sein

même de ces groupements. Ainsi et contrairement aux autres pays ayant un niveau de développement similaire, à l'instar de l'Inde et du Brésil, la croissance économique en Chine n'a pas été significativement impactée par le resserrement des conditions financières internationales. De même, la dynamique que connaissent les États-Unis et le Royaume-Uni dénote avec l'atonie qui perdure dans la zone euro.

Au plan des analyses fines, la modération de la récession continue d'être observée dans la zone euro qui a enregistré au 3ème trimestre de l'année en cours un taux de croissance de -0,4% après -0,6% durant le 2ème trimestre. Cette détente de la contraction est attribuable à la progression favorable de l'activité en Allemagne (0,6% au 3ème trimestre de 2013 contre 0,5% au 2ème trimestre) et à l'atténuation du repli, pour le troisième trimestre consécutif, en Espagne (-1,2% contre -1,6%) et en Italie (-1,9% contre -2,2%). En France, l'évolution de la croissance semble mitigée vu qu'après une progression prometteuse de 0,5% au 2ème trimestre de l'année en cours, l'économie française n'a réalisé qu'un taux de 0,2% durant le 3ème trimestre.

Ces évolutions reflètent essentiellement la bonne tenue de la consommation privée, de la production industrielle de biens d'équipement, qui laisse entrevoir une reprise de l'investissement, ainsi que du commerce extérieur. Cependant, les enquêtes récentes réalisées par la Commission européenne et les indices de confiance des consommateurs et des directeurs des achats révèlent, qu'en dépit de cette relative embellie, les niveaux observés

restent largement inférieurs aux tendances de long terme. Aussi, malgré les progrès affichés par le secteur de l'immobilier, les contraintes relatives au financement et aux perspectives du marché de l'emploi continuent de s'opposer à un rétablissement viable de cette branche.

S'agissant du marché du travail, le chômage dans la zone euro a quasiment stagné entre les mois de juin et octobre aux environs de 12,1%. A l'image de la croissance économique, ce niveau qui demeure très élevé, renferme de fortes disparités entre les pays membres de la zone. A cet égard, l'Allemagne, qui connaît un faible niveau de chômage, a réalisé un taux de 5,2% en octobre après 5,3% en juin. En revanche, le taux de chômage a évolué en France aux environs de 10,9% tandis que l'Espagne (26,7% au mois d'octobre contre 26,4% en juin) et l'Italie (12,5% après 12,1%) ont affiché de nouvelles hausses, quoiqu'en atténuation relativement aux derniers trimestres.

Compte tenu de ces développements, l'inflation dans la zone euro a enregistré une baisse significative à partir du mois de juin (1,6%) pour se situer à seulement 0,9% en novembre. Cette évolution traduit principalement le recul prononcé des prix de l'énergie et la progression modérée des produits alimentaires. Les prix des services ont aussi observé une atténuation bien que modérée relativement à l'énergie.

En dépit d'un environnement peu propice, le cycle économique favorable que traverse l'économie américaine semble se prolonger comme en témoigne le taux de croissance économique réalisé au 3ème trimestre de 2013 (1,6%) et qui demeure similaire à celui enregistré au 2ème trimestre de la même année. Cette performance découle de la hausse continue des dépenses de consommation et d'investissement, dont l'essor a été particulièrement favorisé par le maintien des ventes au détail, de la production industrielle et des dépenses de construction. Cependant, et pour le troisième trimestre consécutif, la consommation publique a pâti des ajustements budgétaires contribuant ainsi négativement à la croissance.

Concernant le marché du travail, les indicateurs récents renseignent sur une baisse significative du

taux de chômage qui est passé de 7,6% en juin à 7,3% au mois d'octobre. Cette réalisation relève certes du regain de vigueur qu'affiche l'économie américaine depuis quelques trimestres, néanmoins, le dernier Rapport sur la politique monétaire de la Fed justifie ce repli notamment par la contraction de la population à la recherche d'un travail à cause du resserrement des conditions sur le marché de l'emploi.

Dans ce contexte, l'inflation a connu une légère baisse aux Etats-Unis entre les mois de juin et octobre en passant de 1,7% à 1,6%. A l'instar de la zone euro, la contraction des prix de l'énergie et la progression modérée des composantes hors énergie expliquent largement cette évolution.

Eu égard à l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds Monétaire International, relatives à l'édition du mois d'octobre, tablent pour la zone euro sur une croissance de l'ordre de -0,4% en 2013 et 1% en 2014. En ce qui concerne les Etats-Unis, les projections du FMI anticipent des taux de croissance de 1,6% et 2,6% respectivement pour 2013 et 2014. Comparativement aux taux communiqués lors du RPM du mois de septembre, les prévisions de croissance ont été légèrement revues à la hausse pour la zone euro (des taux de -0,6% et 0,9% étaient attendus en 2013 et 2014) et révisées à la baisse pour l'économie américaine (des taux de 1,7% et 2,7% étaient prévus sur la même période).

Bien que la confiance en la résilience de la dynamique de l'économie américaine ainsi que les prémices d'un redressement équilibré de la zone euro s'accroissent constamment, la balance des risques planant sur les perspectives de croissance demeure orientée à la baisse. De multiples facteurs expliquent la persistance des craintes entourant les évolutions futures de l'activité. En premier lieu, les marchés financiers demeurent vulnérables dans l'attente de la mise en place d'une véritable union bancaire dans la zone euro, à même de limiter les risques de faillites des banques grâce à une garantie budgétaire commune. En second lieu, certes la suspension des services publics américains n'a été que de courte durée, ce qui a limité son impact sur la confiance des agents économiques, néanmoins, une suspension plus longue

déboucherait vraisemblablement sur des dégâts plus importants. En troisième lieu, une réaction excessive des marchés financiers face au retrait graduel des mesures de politique monétaire non conventionnelles provoquerait un resserrement plus accentué des conditions financières, interagissant ainsi négativement avec la sphère réelle. En quatrième lieu, le prolongement de la décélération de l'activité chez les pays émergents pourrait contrarier la progression du commerce mondial. Enfin, l'exacerbation des tensions géopolitiques dans les régions exportatrices de pétrole découlerait sur une envolée des cours.

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 -0,4% pour l'année en cours, de 0,7% en 2014 et de 1,1% en 2015 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de septembre (-0,7% en 2013 et 0,6% en 2014), les prévisions de 2014 ont été légèrement revues à la hausse. À rappeler que le taux de croissance des principaux partenaires commerciaux est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

Pour ce qui est des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son dernier Rapport sur la politique monétaire, des taux d'inflation compris entre 0,8% et 1,2% en 2013 et oscillant entre 1,4% et 2% en 2014. De son côté, la BCE prévoit, dans son bulletin du mois de novembre, des taux d'inflation de 1,5% pour 2013, 1,4% pour 2014 et 1,6% en 2015. En dépit de la récente baisse des principaux taux de refinancement de la BCE, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés à moyen terme. En effet, la hausse des cours des matières premières et l'éventuel relèvement des prix administrés et de la fiscalité indirecte seraient contrebalancés par une croissance économique plus faible qu'anticipé.

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 stabilisation en 2014

eu égard aux conditions favorables de démarrage de la campagne agricole chez les principaux pays exportateurs des denrées alimentaires ainsi qu'aux perspectives mitigées de la demande des pays émergents.

6.1.2 Environnement national

Les perspectives de croissance de l'économie nationale pour l'année 2014 laissent globalement entrevoir une orientation positive de l'activité économique. Celle-ci serait principalement attribuable au redressement des activités non agricoles, qui pourrait être fragilisé par l'atonie toujours persistante de l'activité dans la zone Euro. En revanche, la contribution de la composante agricole dans la croissance globale serait négative en raison de l'effet de base lié à la réalisation d'une bonne récolte (97 millions de quintaux) durant l'année 2013.

En effet, les conditions de démarrage de la campagne agricole 2013-2014 sont moins favorables que celles de l'année dernière au regard du retard des précipitations et d'un cumul pluviométrique en baisse comparativement à la même période de l'année précédente. En effet, et jusqu'au 20 novembre 2013, le taux de remplissage des barrages est de 63,8% contre 68,5% une année auparavant.

Néanmoins, le Département de l'Agriculture a pris un certain nombre de mesures de nature à favoriser le bon déroulement de la campagne agricole en assurant un approvisionnement suffisant du marché en engrais (1,2 million de tonnes) et en semences sélectionnées (2 millions de quintaux) ainsi qu'en poursuivant le programme d'assurance multirisque agricole et le programme d'équipement en irrigation localisée. Dans ces conditions, le scénario central retient une production céréalière moyenne de 70 millions de quintaux.

Pour sa part, l'activité non agricole pourrait renouer avec des perspectives de croissance plus vigoureuses en 2014 en lien avec l'amélioration, quoique fragile, de la demande externe ainsi que la bonne dynamique de la demande intérieure. Cette dernière serait particulièrement soutenue par le profil positif de la consommation des ménages,

favorisé par la légère reprise des transferts des MRE ainsi que la poursuite de l'effort d'investissement privé, comme en témoigne le raffermissement des importations en biens d'équipement (+5,3% à fin octobre 2013). Toutefois, la dissipation de l'impact de la bonne campagne agricole sur le revenu des ménages ruraux, la décélération des crédits à la consommation et à l'équipement (2% et 0,3% respectivement à fin septembre 2013) ainsi que la contraction de l'investissement public (-7,8% en 2014) laissent planer des incertitudes quant à la reprise anticipée des activités hors agriculture.

Dans ces conditions, un taux de croissance du PIB non agricole de 4,3% est retenu dans le cadre du présent exercice de prévision. Cette évolution, freinée par le repli des activités agricoles, devrait porter la croissance globale à 3% en 2014.

S'agissant du marché du travail, les dernières données disponibles datant du troisième trimestre pointent vers une baisse du taux de chômage de 0,3% en glissement annuel, s'établissant ainsi à 9,1%. Cette dynamique englobe une stagnation du taux de chômage dans le milieu urbain à 14% et une baisse de 0,5% dans le milieu rural, avec un taux de 3,7% au lieu de 4,2% une année auparavant. Les créations d'emploi ont concerné principalement l'agriculture (156 000 postes) et les services (64 000 postes) tandis que les pertes d'emploi ont particulièrement touché le secteur BTP (-54 000 postes) et l'industrie (-27 000 postes).

Par ailleurs, les perspectives de l'emploi dans le secteur industriel laissent entrevoir une stagnation pour le trimestre en cours. En effet, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture élaborée par BAM, les industriels prévoient globalement une stagnation de l'effectif employé dans l'ensemble des branches industrielles. Ainsi, ces conditions ne devraient pas peser sur l'évolution des salaires et un niveau du SMIG de 12,24 Dh/heure est retenu comme hypothèse dans le cadre du scénario central.

Enfin et au regard de l'intensification des risques géopolitiques dans la région du Moyen-Orient, la Banque mondiale et le Fonds monétaire international ont revu à la hausse, dans leurs éditions du mois d'octobre, les prévisions du prix du baril de pétrole au titre de l'année 2014,

qui se situent désormais à 105 et 101,35 dollars respectivement au lieu de 99,6 et 95,36 énoncés lors du dernier RPM. Dans ces conditions, et en tenant compte du montant de la charge de compensation programmée au titre du projet de loi des finances de l'année 2014, qui s'élève à 35 milliards de dhs, dont 28 milliards dédiés aux produits pétroliers, le prix du gasoil à la pompe devrait connaître une hausse en 2014.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 2,3%, soit un niveau supérieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (1,8%). De même, la prévision de l'inflation pour l'année 2013 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 2,1%, soit un taux légèrement inférieur à celui prévu dans l'exercice précédent (2,2%). En 2014, la prévision de l'inflation devrait se situer autour de 2,5%, soit un niveau supérieur à celui communiqué lors du dernier RPM (1,7%). Enfin, au cours du premier trimestre de l'année 2015, l'inflation devrait se situer à 2%.

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 du fan chart de cet exercice de prévision est globalement équilibrée. Cette orientation découle des incertitudes entourant la demande étrangère adressée au Maroc ainsi que les cours des matières premières énergétiques et des produits de base. 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.

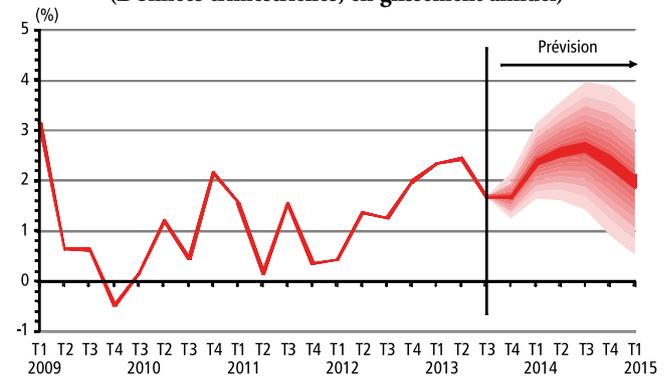
Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2013 T4 –2015 T1

	2013		2014		2015		Moyenne		HP*
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	2013	2014	
Prévision centrale (%)	1,7	2,4	2,6	2,7	2,4	2,0	2,1	2,5	2,3

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2013 T4 - 2015 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.

بنك المغرب
بنك المغرب

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