

PARTIE 1

SITUATION ÉCONOMIQUE,
MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE

بنك المغرب
بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

1.1 Environnement international

En 2014, le niveau de l'activité économique mondiale est resté en deçà des attentes, la croissance ayant stagné à 3,4%, avec une relative amélioration dans les économies avancées et une décélération dans les pays émergents et en développement. Soutenue en particulier par la demande intérieure, la croissance s'est accélérée de 2,2% à 2,4% aux Etats-Unis et de 1,7% à 2,6% au Royaume-Uni, tandis que dans la zone euro, elle s'est établie à 0,9% après deux années de contraction. Au Japon, en revanche, le PIB a accusé une légère baisse de 0,1% au lieu d'une hausse de 1,6% en 2013. Concernant les principales économies émergentes, l'activité a été marquée par une poursuite de l'essoufflement en Chine, un net ralentissement en Russie et au Brésil et une accélération en Inde.

Sur le marché de l'emploi, la situation s'est améliorée dans la majorité des pays développés, quoiqu'à des rythmes différenciés. Le taux de chômage s'est établi à 6,2% aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en recul de 1,2 et 1,4 point respectivement. Dans la zone euro, malgré sa diminution, il a persisté à un niveau élevé s'établissant globalement à 11,6%, l'Allemagne constituant toutefois une exception notable avec un taux de 5%, en baisse de 0,2 point. Dans les principales économies émergentes, le taux de chômage est resté stable en Chine et a reculé au Brésil et en Russie.

Concernant les cours des matières premières, ils se sont inscrits globalement en baisse. Ils ont reculé de 7,2% pour les produits énergétiques, sous l'effet de la décélération de l'activité et de l'abondance de l'offre, et de 4,6% hors énergie, tirés principalement par le repli des prix des produits agricoles.

Dans ces conditions, l'inflation a connu globalement un reflux à 3,5%. Elle s'est stabilisée à 1,4% dans les pays avancés, avec toutefois l'apparition de risques déflationnistes dans la zone euro où elle est revenue à 0,4%. Pour les économies émergentes et en développement, elle a accusé un recul de 5,9% à 5,1%, avec en particulier une importante baisse de 10% à 6% en Inde.

Ces évolutions se sont reflétées au niveau du commerce mondial dont le volume a enregistré un léger ralentissement de sa croissance de 3,5% à 3,4%, avec notamment une décélération des importations des pays émergents et en développement. Les flux des investissements directs étrangers ont, pour leur part, accusé une baisse de 8% qui a concerné, en particulier, les Etats-Unis et les pays en transition.

S'agissant des conditions financières, elles ont été caractérisées dans les pays avancés par la bonne performance des marchés boursiers et la détente des taux de rendement souverains, sous l'effet des perspectives favorables de la situation économique et de la poursuite de l'orientation

accommodante des politiques monétaires. Ces facteurs ont également contribué à l'amélioration du crédit bancaire, qui a enregistré une nette accélération aux Etats-Unis et une atténuation de sa contraction dans la zone euro. Les économies émergentes ont en revanche été marquées par un recul des indices boursiers et une dépréciation de leurs monnaies, impactés par le ralentissement de leur activité économique et les perspectives de normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis.

1.1.1 Croissance mondiale

En 2014, le taux de croissance de l'économie mondiale s'est stabilisé à 3,4% pour la deuxième année consécutive, avec une hausse de 1,4% à 1,8% dans les pays avancés et une décélération de 5% à 4,6% dans les économies émergentes et en développement.

Tableau 1.1.1: Evolution de la croissance mondiale (en %)

	2010	2011	2012	2013	2014
Monde	5,4	4,2	3,4	3,4	3,4
Economies avancées	3,1	1,7	1,2	1,4	1,8
Etats-Unis	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4
Zone euro	2,0	1,6	-0,8	-0,5	0,9
Allemagne	3,9	3,7	0,6	0,2	1,6
France	2,0	2,1	0,3	0,3	0,4
Italie	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4
Espagne	0,0	-0,6	-2,1	-1,2	1,4
Royaume-Uni	1,9	1,6	0,7	1,7	2,6
Japon	4,7	-0,5	1,8	1,6	-0,1
Economies émergentes et en développement	7,4	6,2	5,2	5,0	4,6
Pays émergents et en développement d'Asie	9,6	7,7	6,8	7,0	6,8
Chine	10,4	9,3	7,8	7,8	7,4
Inde	10,3	6,6	5,1	6,9	7,2
Pays d'Amérique Latine et des Caraïbes	6,1	4,9	3,1	2,9	1,3
Brésil	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1
Mexique	5,1	4	4	1,4	2,1
Communauté des Etats Indépendants	4,6	4,8	3,4	2,2	1,0
Russie	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6
Pays émergents et en développement d'Europe	4,8	5,4	1,3	2,9	2,8
Turquie	9,2	8,8	2,1	4,1	2,9
Afrique Subsaharienne	6,7	5,0	4,2	5,2	5,0
Afrique du Sud	3,0	3,2	2,2	2,2	1,5
Moyen-Orient et Afrique du Nord	5,1	4,5	4,9	2,3	2,4

Source : FMI.

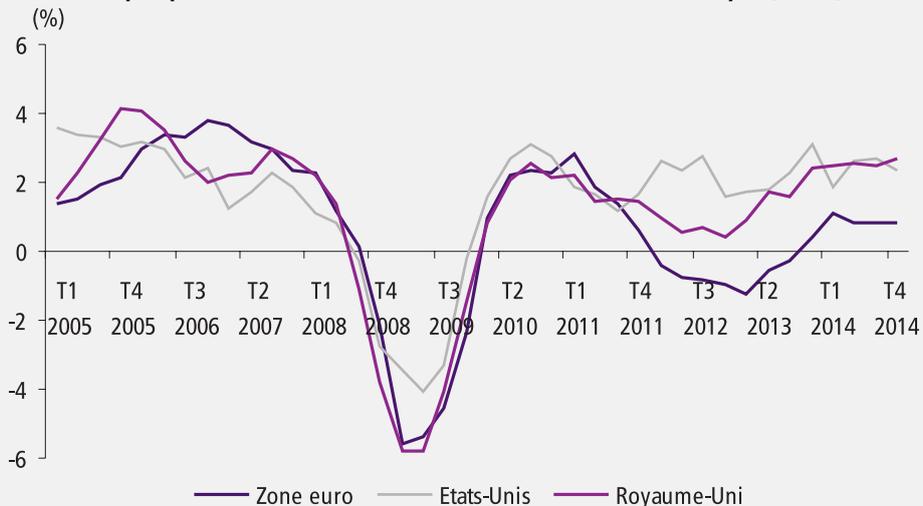
Aux Etats-Unis, la croissance s'est accélérée de 2,2% à 2,4%, tirée par l'accroissement de 3,9% après 2,7% de l'investissement, de 2,5% au lieu de 2,4% des dépenses de consommation des ménages et de 0,4% contre un recul de 1,3% des dépenses de consommation publique.

Dans la zone euro, en dépit de l'orientation accommodante de la politique monétaire et d'une politique budgétaire moins restrictive, l'activité est demeurée globalement fragile (Encadré 1.1.1). En effet, après deux années de contraction, le PIB a enregistré une progression limitée à 0,9%, reflétant notamment la faiblesse de l'investissement dont le rythme d'accroissement ressort à 1% après une baisse de 2,5%. En particulier, la croissance en France s'est établie à 0,4% après 0,3% et en Italie la régression du PIB s'est atténuée de 1,7% à 0,4%. En revanche, sous l'effet de l'amélioration de l'investissement, la croissance s'est redressée à 1,6% après 0,2% en Allemagne et a enregistré sa première croissance positive depuis 2009 en Espagne, s'établissant à 1,4%.

Encadré 1.1.1 : La lenteur de la reprise dans la zone euro

Contrairement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni qui ont connu une consolidation de leur activité économique en 2014, la zone euro est demeurée dans un régime de basse croissance, accompagné d'une inflation très faible et d'un niveau de chômage élevé.

Graphique E.1.1.1.1 : Evolution de la croissance économique (en %)



Source : Datastream.

Après un rebond en 2010, l'activité dans la zone euro a connu une détérioration, accentuée par les politiques budgétaires restrictives mises en place par les pays membres en réponse à la crise de la dette souveraine. En effet, après une décélération en 2011, la croissance a enregistré des taux négatifs entre le premier trimestre 2012 et le troisième trimestre 2013. Certes, le PIB a renoué avec des taux de croissance positifs à partir du dernier trimestre 2013, néanmoins, la reprise reste lente en raison d'une multitude de facteurs dont notamment :

- le ralentissement de la croissance potentielle induit par l'atonie de l'investissement ;
- la faiblesse de la compétitivité-coût des pays de la zone qui freine la relance de la production industrielle et l'investissement productif. En effet, malgré la baisse de l'activité, les coûts salariaux et les prix de l'énergie restent élevés dans la zone euro ;

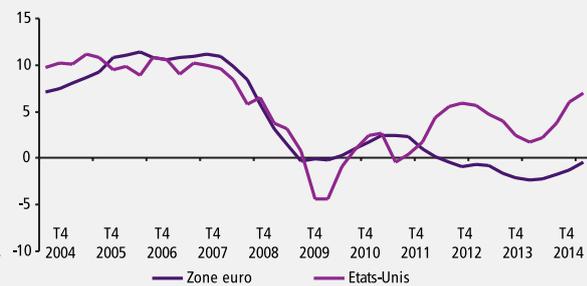
- l'ajustement budgétaire dans la zone euro s'est opéré principalement par la réduction de l'investissement public et le relèvement de la pression fiscale sur les entreprises, ce qui s'est traduit par une baisse sensible de l'investissement privé et de la demande ;
- la faible efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire, comme en atteste la contraction du crédit bancaire qui s'est répercutée sur la demande intérieure.

Graphique E.1.1.1.2 : Evolution de la production industrielle



Source : FMI.

Graphique E.1.1.1.3 : Evolution du crédit et du taux d'endettement dans la zone euro



Source : Datastream.

Au Royaume-Uni, tirée principalement par l'accroissement de l'investissement, la croissance s'est notablement raffermie, passant de 1,7% à 2,6%, soit son rythme le plus rapide depuis 2007. En revanche, au Japon, le PIB a accusé une légère baisse de 0,1% contre une hausse de 1,6%, sous l'effet du repli de la consommation lié au relèvement de la TVA.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a ralenti de 7,8% à 7,4% en Chine en liaison notamment avec l'atonie du secteur immobilier. Au Brésil, après une augmentation de 2,7% en 2013, le PIB a quasi-stagné reflétant le ralentissement de la consommation des ménages et la faiblesse de l'investissement. De même, la croissance a enregistré une décélération de 1,3% à 0,6% en Russie, conséquence du conflit en Ukraine et de la chute des cours du pétrole. En revanche, elle s'est améliorée en Inde de 6,9% à 7,2%, soutenue par les récentes réformes macroéconomiques et l'amélioration du climat des affaires.

En Afrique Subsaharienne, la hausse du PIB est revenue de 5,2% à 5%, reflétant notamment une nette décélération de 2,2% à 1,5% en Afrique du Sud, pays aux prises avec les tensions sociales et les problèmes de délestage électrique à répétition, et de 7,3% à 4,2% au Ghana, sous l'effet du reflux des prix des matières premières. En revanche, la croissance s'est améliorée de 5,4% à 6,3% au Nigéria, tirée par la bonne performance des secteurs non pétroliers.

En dépit des conflits géopolitiques et de la baisse des cours du pétrole, la croissance de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord s'est améliorée de 2,3% à 2,4%, avec toutefois des évolutions

différenciées selon les pays. En particulier, elle s'est accélérée de 2,7% à 3,6% en Arabie Saoudite, de 2,8% à 4,1% en Algérie, s'est quasi-stabilisée à 2,2% en Egypte et à 2,3% en Tunisie, alors qu'aux Emirats Arabes Unis elle a ralenti de 5,2% à 3,6%.

1.1.2 Marché de l'emploi

Sur les marchés du travail, le taux de chômage s'est inscrit globalement en baisse dans les pays avancés. La consolidation de la reprise aux Etats-Unis s'est traduite par une diminution du taux de chômage de 7,4% à 6,2%, avec des créations nettes d'emplois s'établissant à un niveau record depuis 15 ans, soit près de 3 millions de postes après 2,3 millions en 2013. L'amélioration de l'emploi s'est également confirmée au Royaume-Uni où le taux de chômage a reculé de 1,4 point à 6,2% et au Japon où, malgré la légère contraction du PIB, il a atteint son niveau le plus bas depuis 2007, soit 3,6% contre 4% un an auparavant.

Tableau 1.1.2 : Evolution du taux de chômage (en %)

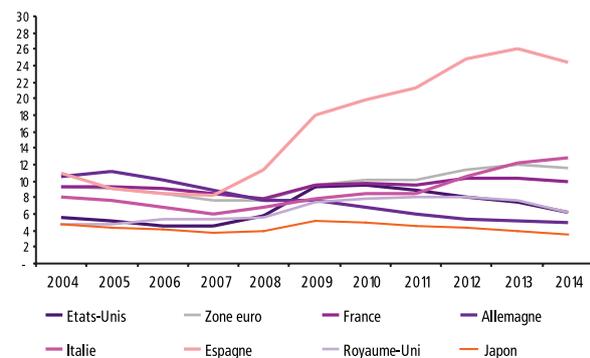
	2010	2011	2012	2013	2014
Pays avancés					
Etats-Unis	9,6	8,9	8,1	7,4	6,2
Zone Euro	10,1	10,1	11,3	12,0	11,6
Allemagne	6,9	5,9	5,4	5,2	5,0
France	9,3	9,2	9,8	10,3	10,2
Italie	8,4	8,4	10,6	12,2	12,8
Espagne	19,9	21,4	24,8	26,1	24,5
Royaume-Uni	7,9	8,1	8,0	7,6	6,2
Japon	5,0	4,6	4,3	4,0	3,6
Pays émergents					
Russie	7,3	6,5	5,5	5,5	5,1
Chine	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Brésil	6,8	6,0	5,5	5,4	4,8

Source : FMI.

Dans la zone euro, la lenteur de la reprise s'est reflétée sur le marché de l'emploi où le chômage est resté à un niveau élevé, avec des évolutions différenciées d'un pays à l'autre. Le taux s'est globalement établi à 11,6% contre 12% en 2013, avec en particulier une diminution de 5,2% à 5% en Allemagne et de 10,3% à 10,2% en France. Dans les pays périphériques de la zone, à l'exception de l'Italie où il a augmenté à 12,8% après 12,2% en 2013, ce taux a reculé de 26,1% à 24,5% en Espagne et de 16,2% à 13,9% au Portugal.

Dans les pays émergents et en développement, le taux de chômage est demeuré stable à 4,1% en Chine, a reculé de 5,4% à 4,8% au Brésil, de 5,5% à 5,1% en Russie et a atteint 25,1% après

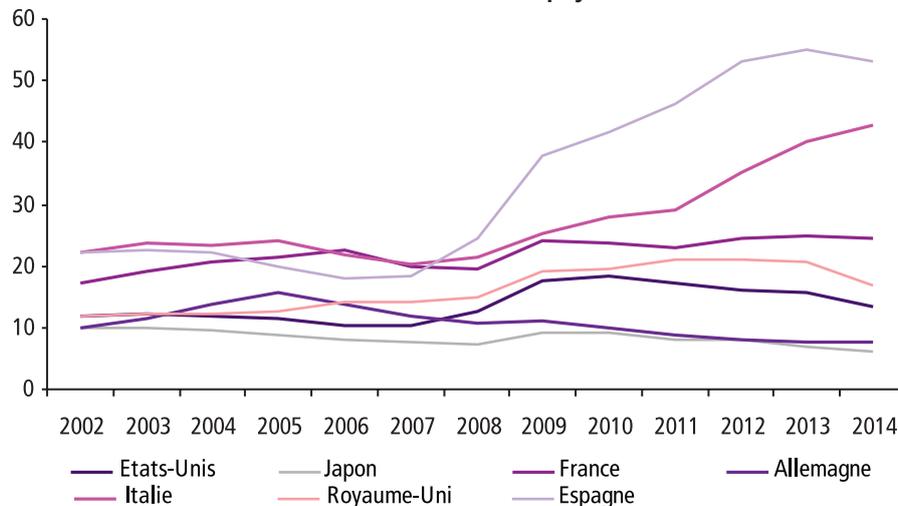
Graphique 1.1.1 : Evolution du taux de chômage dans les pays avancés



24,7% en Afrique du Sud. Dans la région MENA, il a augmenté de 9,8% à 10,6% en Algérie et de 13% à 13,4% en Egypte, alors qu'en Tunisie il est resté stable à 15,3%.

Concernant le chômage des jeunes en particulier, il est ressorti globalement en baisse dans la majorité des pays avancés, tout en persistant à des niveaux élevés. Il a reculé de 16,2% à 15,5% aux Etats-Unis, de 20,5% à 16,9% au Royaume-Uni et de 24,8% à 24,3% en France. Les pays périphériques de la zone euro continuent d'enregistrer les taux les plus élevés avec notamment 53,2% en Espagne et 42,7% en Italie. En revanche, les niveaux les plus faibles ont été observés au Japon avec 6,3% et en Allemagne avec 7,7%.

Graphique 1.1.2 : Evolution du taux de chômage des jeunes de moins de 25 ans dans les pays avancés

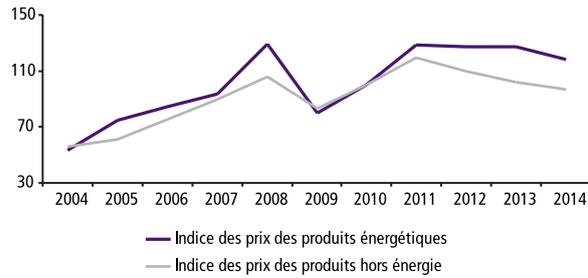


Source : Eurostat.

1.1.3 Marchés des matières premières

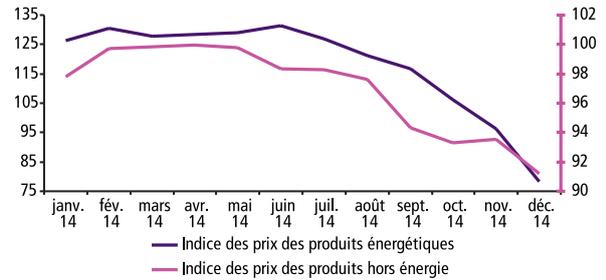
Les cours des matières premières ont connu globalement un reflux marqué en 2014, notamment au cours des derniers mois de l'année. Cette situation résulte du ralentissement de la demande émanant des principales économies émergentes, d'une abondance de l'offre du pétrole, ainsi que de l'appréciation du dollar.

Graphique 1.1.3 : Evolution annuelle des indices des prix des matières premières



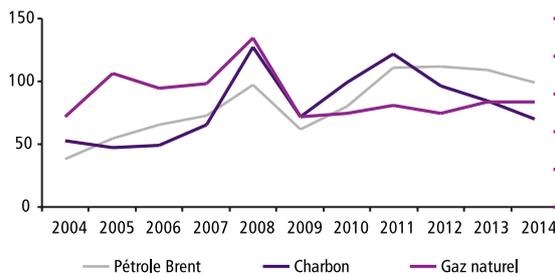
Source : Banque Mondiale.

Graphique 1.1.4 : Evolution mensuelle des indices des prix des matières premières (2014)



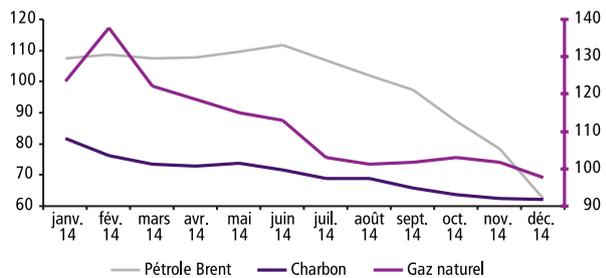
Après un léger repli de 0,1% en 2013, les cours des produits énergétiques ont accusé une baisse marquée de 7,2%, avec notamment un reflux de 7,5% du prix du pétrole (Encadré 1.1.2) et de 17,1% de celui du charbon en liaison avec une offre excédentaire. Le cours du gaz naturel a également reculé de 0,5%, recouvrant toutefois un renchérissement de 17,2% aux Etats-Unis et une régression de 14,7% en Europe.

Graphique 1.1.5 : Evolution annuelle des prix des produits énergétiques



Source : Banque Mondiale.

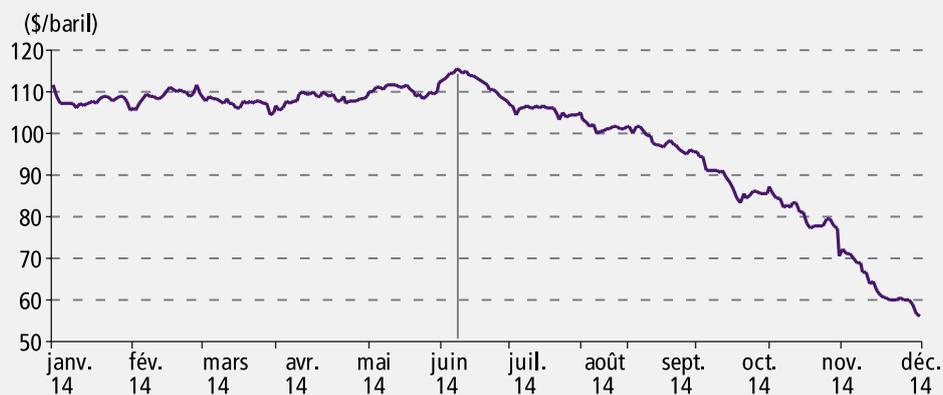
Graphique 1.1.6 : Evolution mensuelle des prix des produits énergétiques (2014)



Encadré 1.1.2 : Evolution des prix du pétrole en 2014

L'analyse de l'évolution des cours du pétrole en 2014 fait ressortir deux périodes distinctes. Le premier semestre de l'année s'est caractérisé par un niveau élevé des cours, avec une moyenne de 109,1 dollars le baril du Brent et un pic de 115,5 dollars atteint le 19 juin. Cette évolution est attribuable notamment à la persistance des tensions géopolitiques en Libye et au Soudan du Sud, ainsi qu'aux inquiétudes liées aux conséquences de la situation en Ukraine.

Graphique E.1.1.4.1 : Evolution quotidienne du prix du pétrole Brent en 2014



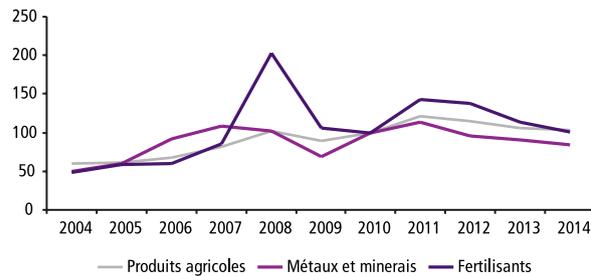
Source : Datastream

Au cours du second semestre, les prix se sont inscrits dans une tendance baissière, revenant en moyenne à 89,6 dollars le baril, avec un minimum de 55,8 dollars enregistré le 31 décembre, soit son plus bas niveau au cours des cinq dernières années. Cette forte diminution s'explique par la faiblesse de la demande mondiale dans un contexte de ralentissement de l'activité dans les principaux pays émergents, l'abondance de l'offre et la décision de l'OPEP de maintenir son niveau de production inchangé, ainsi que par l'appréciation du dollar. Pour ce qui est des perspectives, les prévisions de la Banque Mondiale et du FMI tablent sur la persistance des prix à des niveaux relativement bas à court et moyen termes.

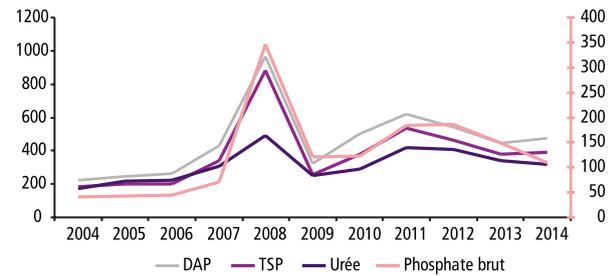
S'agissant des produits hors énergie, leurs prix ont connu globalement un reflux de 4,6%. En particulier, les cours des métaux et minerais se sont repliés de 6,6%, sous l'effet notamment du ralentissement de la demande en provenance de Chine, qui représente près de la moitié de la consommation mondiale. Par produit, les prix ont diminué de 28,4% pour le fer, de 6,4% pour le cuivre et de 2,1% pour le plomb. De même, les cours ont accusé une baisse de 3,4% pour les produits agricoles, attribuable essentiellement à l'amélioration de la production et aux bonnes perspectives de l'offre. Le recul a été de 32% pour l'orge, de 25,6% pour le maïs et de 14% pour l'huile de soja. Par ailleurs, sous l'effet du repli des prix du gaz naturel, les cours des fertilisants ont régressé de 11,6% avec un recul marqué de 25,6%, à 110,2 dollars la tonne pour le phosphate

brut, et de 7% pour l'urée. En revanche, les prix ont augmenté de 6,2% pour le phosphate diammonique et de 1,6% pour le triple superphosphate.

Graphique 1.1.7 : Evolution des indices des prix des produits hors énergie



Graphique 1.1.8 : Evolution des cours du phosphate et dérivés (dollar/tonne)



Source : Banque Mondiale.

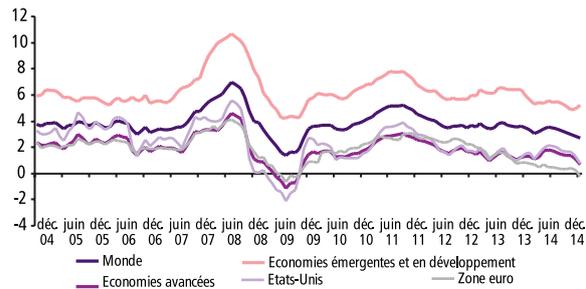
En parallèle, les cours des métaux précieux ont poursuivi leur baisse entamée l'année dernière, avec un taux de 12,1%, suite en partie, à la décélération de la demande physique de ces métaux en provenance de Chine et d'Inde. En particulier, le prix de l'once d'or a diminué de 10,3% à 1265,6 dollars, celui de l'argent de 20% à 19,1 dollars et du platine de 7% à 1383,6 dollars.

1.1.4 Evolution de l'inflation

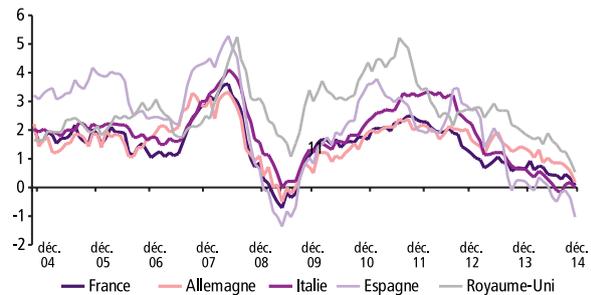
En 2014, l'inflation a enregistré un reflux de 3,9% à 3,5% au niveau mondial, avec un repli de 5,9% à 5,1% dans les économies émergentes et en développement et une stabilisation à 1,4% dans les pays avancés. Elle a connu une légère hausse de 1,5% à 1,6% aux Etats-Unis et une nette accélération de 0,4% à 2,7% au Japon, sous l'effet du relèvement de la TVA. En revanche, dans la zone euro, l'inflation a poursuivi son recul, s'établissant à 0,4% après 1,3% en 2013, et l'accentuation notable de la baisse au cours des derniers mois de l'année a suscité des inquiétudes liées aux risques déflationnistes.

L'inflation a accusé des baisses dans la majorité des pays partenaires européens du Maroc, revenant de 2,6% à 1,5% au Royaume-Uni, de 1,6% à 0,8% en Allemagne, de 1,3% à 0,2% en Italie et de 1% à 0,6% en France. L'Espagne a connu, quant à elle, un recul de 0,2% des prix après une hausse de 1,5% un an auparavant, liée en particulier à la politique de modération salariale adoptée depuis 2012.

En ce qui concerne les pays émergents et en développement, l'inflation a reculé de 2,6% à 2% en Chine, de 10% à 6% en Inde et a enregistré une légère hausse de 6,2% à 6,3% au Brésil. En Russie, les prix à la consommation ont augmenté de 7,8%, après une hausse de 6,8% l'année précédente, impactés notamment par les tensions liées à la crise en Ukraine.

Graphique 1.1.9 : Evolution de l'inflation dans le monde


Source : IFS.

Graphique 1.1.10 : Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires du Maroc

Tableau 1.1.3 : Evolution de l'inflation dans le monde (en %)

	2010	2011	2012	2013	2014
Monde	3,9	5,2	4,2	3,9	3,5
Pays avancés	1,5	2,7	2,0	1,4	1,4
Etats-Unis	1,6	3,1	2,1	1,5	1,6
Zone euro	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4
Allemagne	1,2	2,5	2,1	1,6	0,8
France	1,7	2,3	2,2	1,0	0,6
Italie	1,6	2,9	3,3	1,3	0,2
Espagne	2,0	3,1	2,4	1,5	-0,2
Royaume-Uni	3,3	4,5	2,8	2,6	1,5
Japon	-0,7	-0,3	0,0	0,4	2,7
Pays émergents et en développement	5,9	7,3	6,1	5,9	5,1
Russie	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8
Chine	3,3	5,4	2,6	2,6	2,0
Inde	9,5	9,4	10,2	10,0	6,0
Brésil	5,0	6,6	5,4	6,2	6,3
Moyen-Orient et Afrique du Nord	6,2	8,7	9,7	9,3	6,5

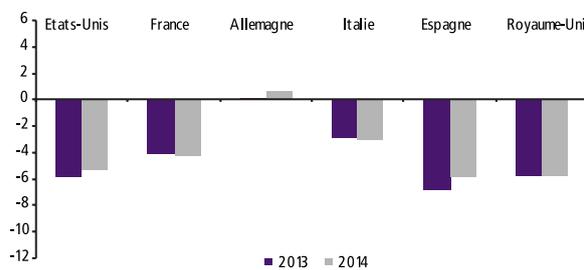
Source : FMI.

1.1.5 Finances publiques

Le processus d'assainissement des finances publiques entamé depuis 2011 s'est poursuivi dans la majorité des pays avancés en 2014 avec toutefois une orientation moins restrictive. Ces efforts, favorisés par la relative amélioration de l'activité, se sont traduits par une réduction des déficits budgétaires. En particulier, le déficit est revenu de 5,8% à 5,3% du PIB aux Etats-Unis, de 8,5% à 7,7% au Japon et de 2,9% à 2,7% dans la zone euro. Dans les principaux pays partenaires, il s'est atténué de 6,8% à 5,8% en Espagne, alors qu'il s'est creusé de 4,1% à 4,2% en France, de 2,9% à 3% en Italie et est resté stable à 5,7% au Royaume-Uni. En Allemagne, l'excédent budgétaire enregistré depuis 2012 s'est amélioré davantage pour s'établir à 0,6% du PIB.

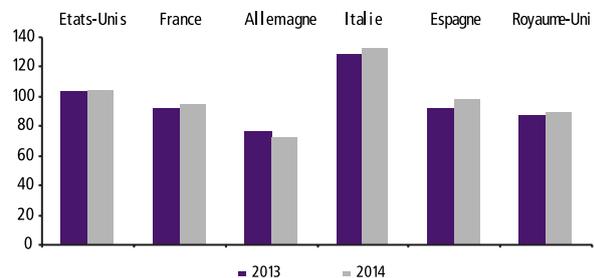
Dans ces conditions, la dette publique a enregistré de nouvelles hausses, passant de 103,4% à 104,8% du PIB aux Etats-Unis et de 93,4% à 94% dans la zone euro. Elle a augmenté de 92,4% à 95,1% en France, de 92,1% à 97,7% en Espagne, de 128,6% à 132,1% en Italie et de 87,3% à 89,5% au Royaume-Uni. En revanche, l'Allemagne se distingue avec une nouvelle baisse à 73,1% du PIB après 76,9% en 2013 et 79% en 2012.

Graphique 1.1.11 : Evolution du solde budgétaire en % du PIB



Source : FMI.

Graphique 1.1.12 : Evolution de la dette publique en % du PIB



Dans les pays émergents, les soldes budgétaires et les ratios de la dette publique ont été maintenus à des niveaux soutenables comparativement aux économies avancées. Ainsi, en Chine, le déficit budgétaire est demeuré stable à 1,1% du PIB et l'endettement a légèrement augmenté de 39,4% à 41,1% du PIB. En Inde, le déficit est resté stable à 7,2% du PIB et la dette publique a diminué de 65,5% à 65%. Au Brésil, en revanche, il s'est accentué de 3,1% à 6,2% du PIB, avec une hausse de 62,2% à 65,2% du taux d'endettement. En Russie, il a baissé de 1,3% à 1,2%, alors que la dette publique a augmenté tout en restant à un niveau relativement faible, soit 17,9% du PIB.

Dans la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord, le solde budgétaire est passé globalement d'un excédent de 4,1% du PIB à un déficit de 0,2% avec un accroissement de 25,5% à 26,8% de la dette publique. En particulier, en Egypte, le déficit a reculé de 0,5 point mais reste élevé à 13,6% et le taux d'endettement s'est aggravé de 1,5 point du PIB à 90,5%. En Tunisie, il a baissé de 6,0% à 3,5%, alors que la dette publique a progressé de 44,8% à 47,5%.

1.1.6 Comptes Extérieurs

Le rythme de progression du commerce mondial a enregistré une légère décélération de 3,5% en 2013 à 3,4% en 2014. Cette évolution qui reflète le recul des importations des pays émergents et en développement, s'est accompagnée globalement d'une atténuation des déséquilibres des comptes courants.

Tableau 1.1.4 : Evolution des soldes du compte courant de la balance des paiements (en % du PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014
Economies avancées	0,0	-0,1	-0,1	0,3	0,4
Etats-Unis	-3,0	-3,0	-2,9	-2,4	-2,4
Zone euro	0,0	-0,1	1,5	2,2	2,3
Allemagne	5,7	6,1	7,1	6,7	7,5
France	-0,8	-1,0	-1,5	-1,4	-1,1
Italie	-3,5	-3,1	-0,4	1,0	1,8
Espagne	-3,9	-3,2	-0,3	1,4	0,1
Royaume-Uni	-2,6	-1,7	-3,7	-4,5	-5,5
Japon	4,0	2,1	1,0	0,7	0,5
Economies émergentes et en développement dont	1,4	1,6	1,4	0,7	0,7
Pays émergents et en développement d'Asie	2,4	0,9	1,0	1,0	1,3
Chine	4,0	1,9	2,6	1,9	2,0
Inde	-2,8	-4,2	-4,8	-1,7	-1,4
Pays d'Amérique Latine et des Caraïbes	-1,3	-1,4	-1,8	-2,8	-2,8
Brésil	-2,1	-2,0	-2,2	-3,4	-3,9
Mexique	-0,5	-1,1	-1,3	-2,4	-2,1
Communauté des Etats Indépendants	3,4	4,3	2,5	0,6	2,2
Russie	4,4	5,1	3,5	1,6	3,1
Pays émergents et en développement d'Europe	-5,1	-6,5	-4,6	-3,8	-2,9
Turquie	-6,2	-9,7	-6,2	-7,9	-5,7
Afrique Subsaharienne	-0,6	-0,7	-1,9	-2,5	-3,3
Afrique du Sud	-1,5	-2,2	-5,0	-5,8	-5,4
Moyen-Orient et Afrique du Nord	6,8	14	13,4	10,7	7,0

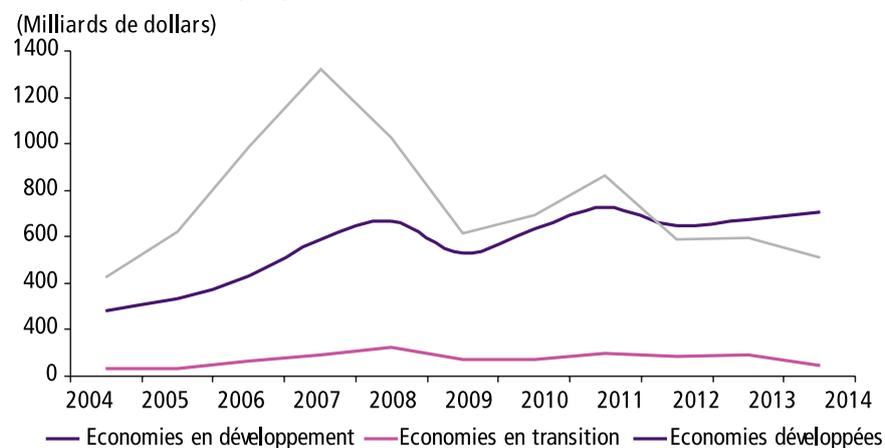
Source : FMI.

Aux Etats-Unis, le déficit du compte courant s'est stabilisé à 2,4% du PIB, la hausse des importations ayant été contrebalancée, dans une large mesure, par l'expansion des exportations du pétrole et du gaz. Dans la zone euro, reflétant un important accroissement des exportations, l'excédent courant s'est renforcé de 6,7% à 7,5% du PIB en Allemagne et de 1% à 1,8% en Italie. En revanche, il a diminué de 1,4% à 0,1% du PIB en Espagne, alors qu'en France, le déficit s'est légèrement atténué de 1,4% à 1,1%. Par ailleurs, traduisant la détérioration de la balance commerciale, le déficit courant s'est creusé de 4,5% à 5,5% du PIB au Royaume-Uni, alors que l'excédent au Japon est revenu de 0,7% à 0,5% du PIB. Au niveau des pays émergents, l'excédent a augmenté de 1,9% à 2% du PIB en Chine et de 1,6% à 3,1% en Russie. En regard, le déficit s'est accentué au Brésil, passant de 3,4% à 3,9% et s'est atténué de 1,7% à 1,4% en Inde.

Concernant les flux des investissements directs étrangers, ils ont accusé une baisse de 8%, après une augmentation de 3% en 2013, impactés en particulier par la persistance de l'instabilité

politique dans certaines régions. Les flux à destination des économies avancées se sont repliés de 14% à 511 milliards de dollars, résultat de l'important désinvestissement aux Etats-Unis, bien que les flux vers l'Union européenne aient augmenté de 13%. De même, dans les pays en transition, les investissements directs étrangers ont baissé de 51% à 45 milliards de dollars, pénalisés en particulier par les sanctions à l'encontre de la Russie et les conflits régionaux. En revanche, les entrées d'investissement dans les économies en développement ont augmenté de 4%, recouvrant une hausse de 15% en Asie et des replis de 19% en Amérique Latine et Caraïbes et de 17% en Afrique du Nord.

Graphique 1.1.13: Evolution des flux des IDE

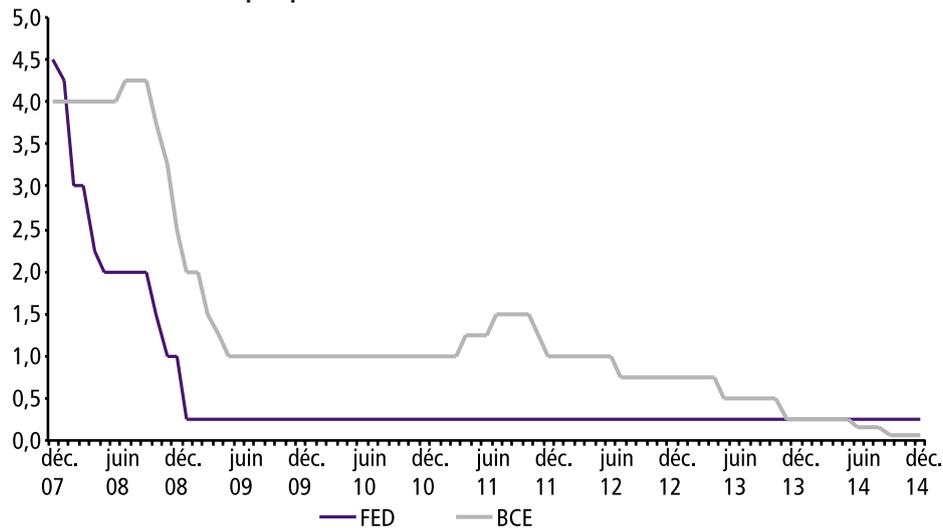


Source : CNUCED.

1.1.7 Politique monétaire

Les politiques monétaires dans les principaux pays avancés ont été marquées en 2014 par une tendance à la désynchronisation entre les cycles monétaires européen et américain. En effet, les banques centrales ont suivi des orientations divergentes en termes de mesures d'assouplissement quantitatif, alors que les taux directeurs sont restés à des niveaux bas. Dans les principaux pays émergents, la Chine a abaissé son taux directeur pour faciliter le financement de son économie, tandis que les autres ont resserré leurs politiques monétaires pour contenir les pressions inflationnistes et soutenir leurs devises.

S'agissant de la Réserve fédérale américaine, elle a maintenu son taux directeur dans une fourchette comprise entre 0% et 0,25%, tout en s'engageant à le garder à ce niveau pour une période considérable tant que ses objectifs de plein emploi et de cible d'inflation de 2% ne sont pas atteints. En outre, elle a entamé, en janvier 2014 un processus de réduction de son programme de rachats de titres d'un montant de 10 milliards de dollars à chacune de ses réunions et a décidé d'y mettre fin en novembre 2014 (Encadré 1.1.3).

Graphique 1.1.14 : Evolution des taux directeurs

Source : Datastream.

Dans la zone euro, la BCE a réduit à deux reprises, en juin et septembre, ses taux directeurs pour faire face aux risques déflationnistes, à la faible dynamique de l'activité économique et à la persistance de la contraction du crédit. Elle a abaissé son taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de 0,25% à 0,05%, celui de la facilité de prêt marginal de 45 points de base à 0,30% et son taux de la facilité de dépôt à -0,20%. En termes d'orientation prospective, elle a réitéré le maintien de son taux directeur à un niveau bas pour une période prolongée. Parallèlement, elle a annoncé une série de mesures non conventionnelles sous forme d'opérations de refinancement ciblées à plus long terme¹ et de programmes de rachat de titres adossés à des actifs² et d'obligations sécurisées. Ces mesures visent principalement l'amélioration de la transmission de la politique monétaire et le soutien à l'économie réelle.

Encadré 1.1.3 : Rétrospective sur l'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine

En réponse à la crise financière, la Fed avait, dans un premier temps, fortement abaissé son taux directeur le ramenant de 5,25% en septembre 2007 à une fourchette comprise entre 0% et 0,25% à la fin de 2008, et l'a maintenu inchangé depuis. En l'absence de marge de manœuvre avec cet instrument et constatant la persistance des effets de la crise, la Fed a décidé d'adopter des mesures non conventionnelles à travers une politique d'assouplissement quantitatif (quantitative easing) consistant en des rachats massifs d'actifs financiers. Ce programme s'est déroulé selon les phases ci-après :

¹ Opérations ciblées de refinancement à plus long terme dont le but est de relancer l'activité de prêt bancaire au secteur privé non financier, à l'exclusion des prêts au logement.

² ABS ou « asset-backed security » est un produit financier "adossé" à un panier d'actifs, le plus souvent des prêts bancaires regroupés en fonction notamment du niveau de risque qu'ils présentent ou du secteur d'activité.

- « Quantitative easing 1 » (décembre 2008 - mars 2010) : le 25 novembre 2008, la Fed a annoncé l'achat pour un montant de 800 milliards de dollars de bons du Trésor américain et de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). Le but était de fluidifier le crédit, diminuer son coût et stimuler l'investissement.
- « Quantitative easing 2 » (novembre 2010 - juin 2011) : face à la persistance de la fragilité de l'activité économique et aux tensions financières, la Fed a décidé de lancer un nouveau cycle d'assouplissement quantitatif consistant à racheter à hauteur de 600 milliards de dollars des bons du Trésor à un rythme mensuel de 75 milliards de dollars.
- Opération « Twist » (septembre 2011 - décembre 2012) : consiste à échanger des bons du Trésor de moins de trois ans contre ceux d'une maturité de 6 à 30 ans, afin de faire baisser les taux longs.
- « Quantitative easing 3 » (septembre 2012 - octobre 2014) : la Fed a enclenché une troisième vague d'injections monétaires en annonçant, en septembre 2012, l'achat mensuel de titres MBS pour 40 milliards de dollars. En janvier 2013, ces rachats ont été élargis aux bons de Trésor pour un montant de 45 milliards de dollars, les portant ainsi à un total de 85 milliards. En décembre 2013, la FED a annoncé une réduction progressive de ces achats d'actifs.

Le 29 octobre 2014, la Fed a décidé de mettre fin à son programme d'assouplissement quantitatif, décision motivée par l'amélioration sensible des perspectives du marché du travail et par la consolidation de l'activité économique.

Ce programme d'assouplissement quantitatif s'est traduit par un gonflement du bilan de la Fed, son total actif étant passé de 877 milliards de dollars à la fin de 2006 à 4.509 milliards à fin 2014.

Graphique E.1.1.5.1 : Total actif de la FED

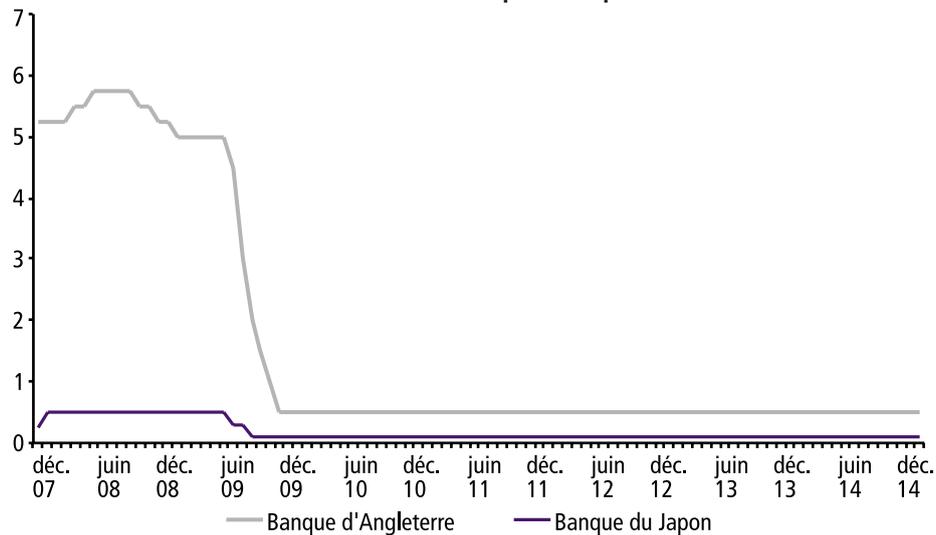


Source : IFS.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a laissé inchangés son taux directeur à 0,5% et le montant de son programme de rachats d'actifs à 375 milliards de livres sterling, mais a décidé de prolonger à 2015 le dispositif « Funding for Lending »¹ qu'elle a instauré en 2012 en collaboration avec le Trésor.

¹ C'est un mécanisme de refinancement à moyen terme déployé conjointement avec le Trésor, qui permet aux établissements d'obtenir pour une durée maximale de quatre ans des liquidités auprès de la BoE à moindre coût en cas d'accroissement du volume de leur prêts au secteur privé et notamment aux PME.

Graphique 1.1.15 : Evolution des taux directeurs de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon

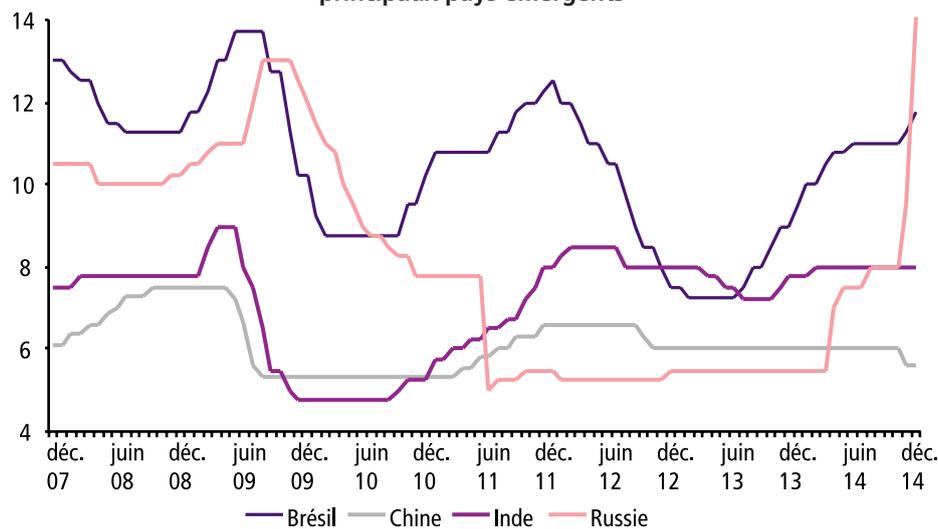


Source : Datastream.

Face au risque de retard dans l'atteinte de ses objectifs de lutte contre la déflation, la Banque du Japon a décidé d'assouplir davantage sa politique monétaire. Outre le maintien de son taux directeur dans une fourchette allant de 0% à 0,1%, elle a annoncé le 31 octobre l'augmentation de la base monétaire de 80.000 milliards de yens par an, contre un montant allant de 60.000 à 70.000 milliards auparavant. De surcroît, elle a décidé de tripler le rythme annuel de ses achats de titres des fonds cotés en bourse et de ceux des fonds communs immobiliers japonais.

Dans les principaux pays émergents, la Banque populaire de Chine a réduit en novembre, pour la première fois depuis plus de 2 ans, son taux de référence des prêts à un an de 40 points de base à 5,6% et ce, afin de remédier au coût élevé et aux difficultés de financement de l'économie. En revanche, la Banque centrale du Brésil a poursuivi sa politique de resserrement monétaire afin de contenir les pressions inflationnistes, le Selic ayant été relevé à cinq reprises passant de 10% au début de 2014 à 11,75% en fin d'année. De même, la Reserve Bank of India a relevé en janvier son taux de 25 points de base à 8%, tout en précisant qu'elle ne prévoit pas de resserrement de sa politique monétaire à court terme tant que le processus désinflationniste évolue comme prévu. La Banque centrale de Russie a également relevé son taux directeur à cinq reprises, le portant de 5,5% à 17%, avec en particulier une hausse de 6,5 points de pourcentage intervenue le 17 décembre. Ce resserrement a pour objectifs de contrer la dépréciation du rouble et les pressions inflationnistes.

Graphique 1.1.16 : Evolution des taux directeurs dans les principaux pays émergents



Source : Datastream.

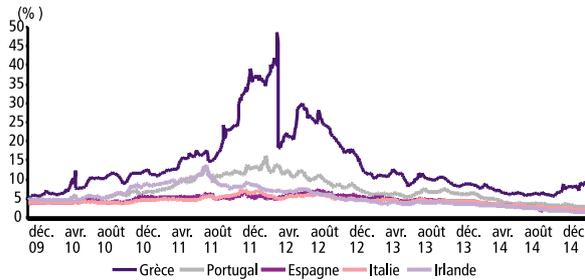
1.1.8 Marchés financiers internationaux

En dépit d'un contexte peu favorable marqué par les tensions liées à la crise en Ukraine, les taux de rendement souverains des pays de la zone euro se sont inscrits en baisse. En moyenne annuelle, le taux des obligations françaises à 10 ans a diminué de 2,2% en 2013 à 1,7% en 2014 et celui du Bund allemand de 1,6% à 1,2%. S'agissant des pays périphériques, le taux de rendement a reculé de 10,1% à 6,9% pour la Grèce, de 4,6% à 2,7% pour l'Espagne, de 4,3% à 2,9% pour l'Italie et de 6,3% à 3,8% pour le Portugal. De même, celui de l'Irlande a poursuivi sa détente revenant de 3,8% à 2,3%. Concernant les obligations américaines à 10 ans, leur taux s'est établi en moyenne à 2,5% en 2014 au lieu de 2,3% une année auparavant.

Parallèlement, traduisant un regain de confiance des investisseurs, les CDS¹ ont baissé de 9,4% pour la Grèce, de 61,1% pour l'Espagne, de 51,1% pour l'Italie et le Portugal et de 57% pour l'Irlande, mais ils restent nettement élevés comparativement à leur niveaux d'avant crise.

¹ Les CDS (Credit Default Swaps) correspondent à des primes d'assurance contre le risque de défaut d'un emprunt.

Graphique 1.1.17 : Evolution des taux de rendement des obligations à 10 ans des pays périphériques de la zone euro



Source : Datastream.

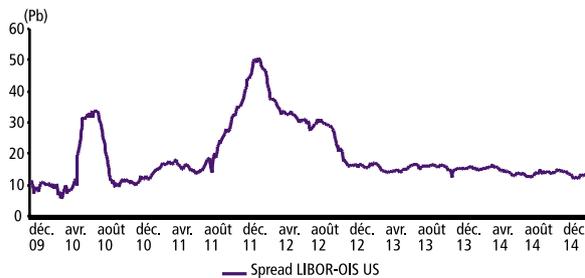
Graphique 1.1.18 : Evolution des taux de rendement des Etats-Unis, de la France et de l'Allemagne



Pour ce qui est des principaux pays émergents, les taux souverains à 10 ans se sont inscrits en hausse passant de 10,5% à 12,2% pour le Brésil, de 3,8% à 4,2% pour la Chine, de 8,1% à 8,6% pour l'Inde et de 8% à 9,2% pour la Turquie.

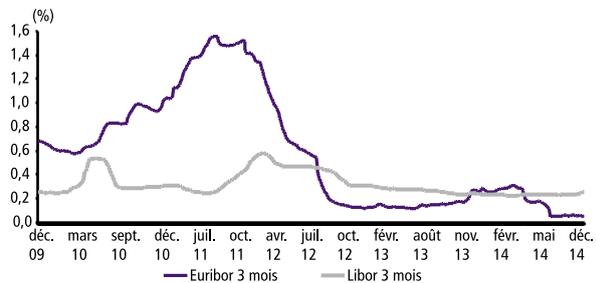
Sur les marchés interbancaires, des évolutions divergentes des taux ont été observées entre la zone euro et les Etats-Unis. Ainsi, l'Euribor¹ à 3 mois s'est accru à 0,18% en moyenne en 2014, alors que le Libor² dollar à 3 mois a diminué à 0,23% avec un recul de 1,5 point du spread Libor-OIS dollar à 14 points de base.

Graphique 1.1.19 : Evolution de l'écart Libor-OIS en dollar



Source : Datastream.

Graphique 1.1.20 : Evolution des taux Euribor et Libor à 3 mois

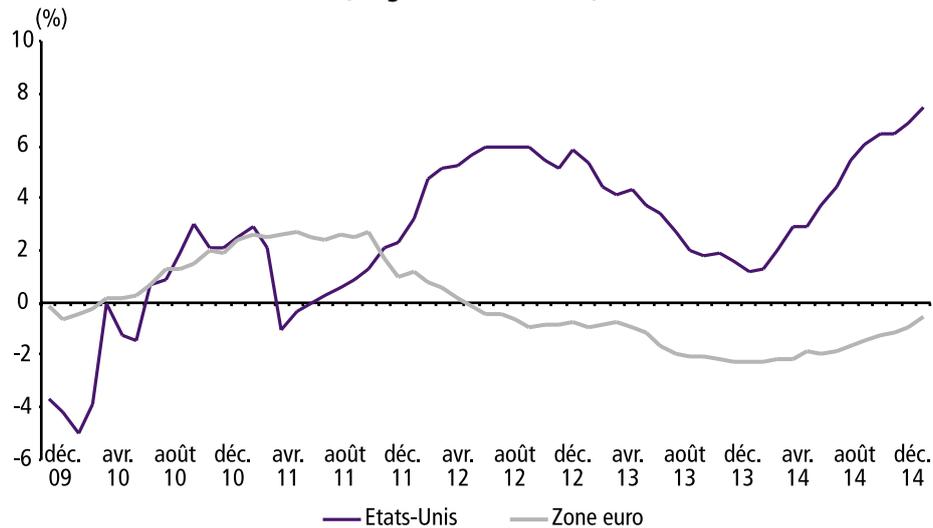


Pour ce qui est du crédit bancaire, sa contraction dans la zone euro s'est atténuée progressivement passant de 2,3% à fin 2013 à 0,5% en décembre 2014, alors qu'aux Etats-Unis, sa progression s'est très sensiblement accélérée de 1,2% à 7,5%. Dans les principaux pays émergents, le taux de croissance moyen du crédit a décéléré, revenant de 14,9% à 11,5% au Brésil et de 20,8% à 16,3% en Russie. Les données disponibles pour la Chine et qui concernent uniquement le crédit à la consommation, montrent également une diminution du rythme de progression de 23,4% en 2013 à 20,5% en 2014.

1 L'Euribor « Euro Interbank Offered Rate » est le taux de référence des emprunts pour des durées d'une semaine à 12 mois sur le marché interbancaire de la zone euro. Il est calculé sur la base des taux pratiqués par un échantillon de banques européennes de premier plan.

2 Le Libor « London Interbank Offered Rate » est le taux d'intérêt de référence à court terme. Il est calculé sur la base des taux pratiqués par un échantillon de banques parmi les plus solvables du monde

**Graphique 1.1.21 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro
(en glissement annuel)**

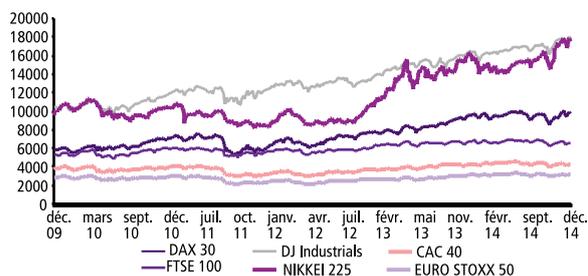


Source : Datastream.

S'agissant des principaux indices boursiers des économies avancées, ils ont enregistré des performances notables avec une hausse moyenne de 12,6% pour l'EUROSTOXX 50, de 11,9% pour le Dow Jones Industrial et de 14,2% pour le NIKKEI 225. De même, le DAX 30 a augmenté de 14,8%, le CAC 40 de 9,7% et le FTSE 100 de 3,2%. Ces performances se sont accompagnées d'une légère atténuation de la volatilité, le VSTOXX¹ s'étant établi à 18,3 au lieu de 18,5 une année auparavant et le VIX² à 14,1 points après 14,2.

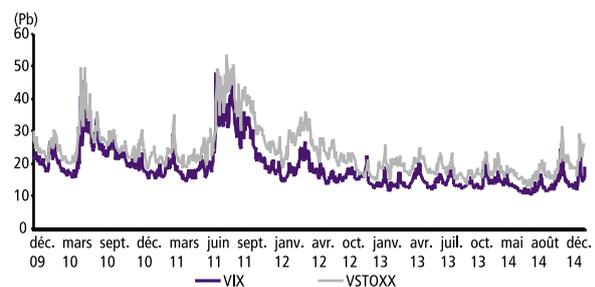
Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a quasiment stagné, avec notamment une diminution moyenne de 16,2% pour l'indice de la Russie, de 9,5% pour celui du Brésil et de 15,5% pour la Turquie. Par contre, il a marqué un accroissement de 15,9% pour l'Inde, de 5,6% pour l'Afrique du Sud et de 2,1% pour la Chine.

Graphique 1.1.22 : Evolution des principaux indices boursiers



Source : Datastream.

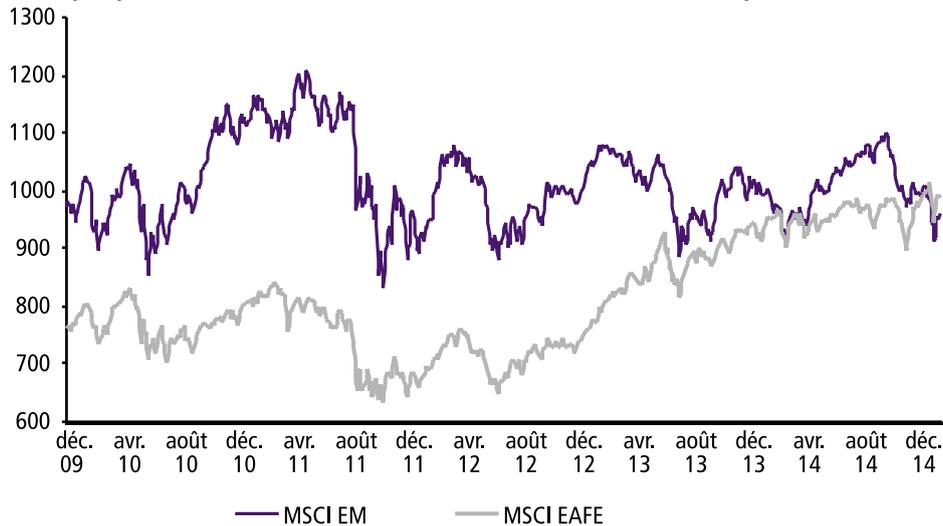
Graphique 1.1.23 : Evolution des indicateurs de volatilité



1 Le VSTOXX est un indicateur de référence de la volatilité des marchés boursiers européens qui mesure la volatilité de l'Eurostoxx 50.

2 Le VIX est un indicateur de référence de la volatilité du marché boursier américain qui mesure la volatilité de l'indice S&P 500.

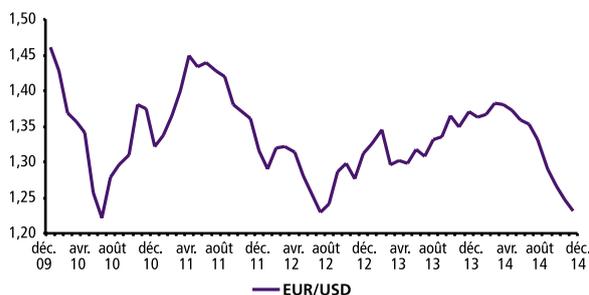
Graphique 1.1.24 : Evolution du MSCI EM* et MSCI EAFE (en points de base)**



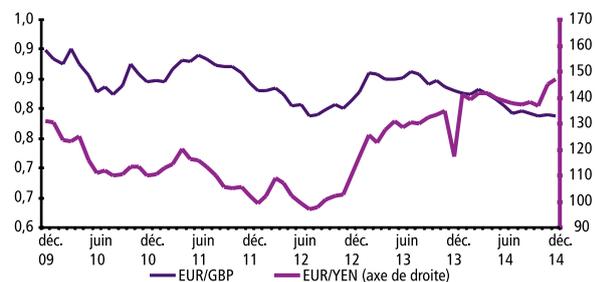
* Le MSCI EM est un indice composite mesurant la performance des principaux marchés d'actions des pays émergents.
 ** Le MSCI EAFE est un indice de capitalisation boursière conçu pour mesurer le rendement des marchés boursiers des pays avancés, à l'exclusion des Etats-Unis et du Canada. Il regroupe les indices d'une vingtaine de pays : Australie, Autriche, Belgique, Danemark, Finlande, France, Allemagne, Grèce, Hong Kong, Irlande, Italie, Japon, Pays-Bas, Nouvelle-Zélande, Norvège, Portugal, Singapour, Espagne, Suède, Suisse et Royaume-Uni.

Sur le marché de change, la consolidation de la reprise économique aux Etats-Unis et le retrait progressif du programme de rachats d'actifs de la Fed se sont traduits par une dépréciation des principales devises aussi bien des économies avancées que des pays émergents vis-à-vis du dollar. C'est ainsi que l'euro s'est déprécié progressivement pour s'établir à 1,23 dollar à la fin de 2014 contre 1,37 à la fin de l'année précédente, favorisé par le renforcement de l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et la lenteur de la reprise dans la zone euro. De même, sous l'effet également de la politique ultra accommodante menée par la Banque du Japon, le yen a enregistré une dépréciation sensible de 8,5% par rapport au dollar.

Graphique 1.1.25 : Evolution du taux de change Euro/Dollar



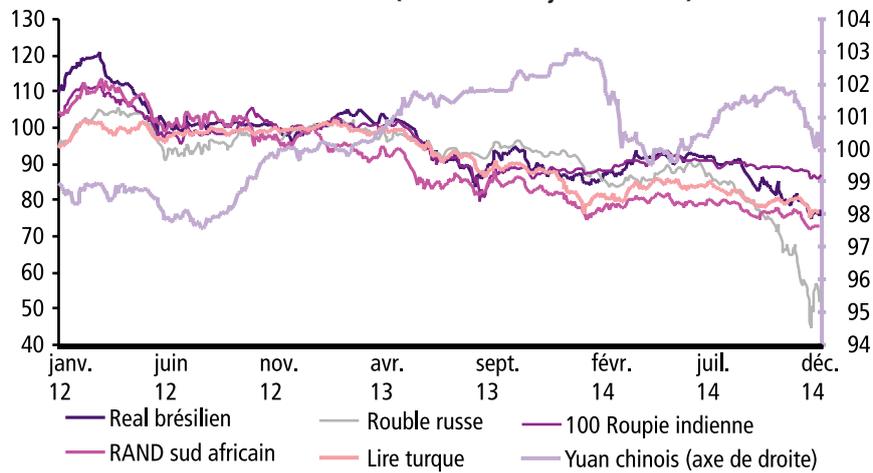
Graphique 1.1.26 : Evolution des taux de change Euro/Livre sterling et Euro/Yen



Source : Datastream.

Pour ce qui est des devises des principales économies émergentes, la dépréciation vis-à-vis du dollar a varié de 0,2% pour le yuan chinois à 15,7% pour le rouble russe. Elle a été de 8,4% pour le real brésilien, de 11,3% pour le rand sud-africain, de 13,1% pour la lire turque et de 4,4% pour la roupie indienne.

Graphique 1.1.27 : Evolution des monnaies des principaux pays émergents vis-à-vis du dollar (Base 100=1^{er} janvier 2013)



Sources : Datastream et calculs BAM.

1.2 Production et demande

La conjoncture économique nationale a été marquée en 2014 par la faible reprise des activités non agricoles. Cette évolution reflète un manque de dynamisme aussi bien au niveau des services que des industries manufacturières et une poursuite de l'essoufflement du BTP. Le PIB non agricole ressort ainsi en progression de 3,1% après 3% en 2013 et 4,7% en 2012. Tenant compte d'une baisse de 2,5% de la valeur ajoutée agricole, après une hausse de 17,9% en 2013, la croissance économique est revenue de 4,7% à 2,4%.

Du côté de la demande, la consommation finale nationale a enregistré une décélération de sa progression qui a concerné à la fois les ménages et les administrations publiques. Son rythme a poursuivi son recul, s'établissant à 3% contre une moyenne de 5,1% sur la période 2011-2012. En outre, après avoir progressé de 6,8% en 2013, l'investissement a affiché une baisse de 4%. Par ailleurs, la contribution de la demande extérieure nette à la croissance ressort positive de 1,2 point de pourcentage, en liaison avec une croissance plus soutenue des exportations.

A prix courants, le PIB s'est élevé à 924,8 milliards de dirhams en hausse de 2,6%. Tenant compte d'une augmentation de 11,4% des transferts courants nets et de 70,6% des sorties nettes des revenus de la propriété, le revenu national brut disponible (RNBD) s'est accru de 2,4% à 985,2 milliards. Cette évolution, conjuguée à un accroissement de 3,2% de la consommation finale et à une baisse de 4,8% de l'investissement, s'est traduite par une atténuation du besoin de financement de l'économie de 7,7% à 5,8% du PIB.

Tableau 1.2.1 : Evolution de la valeur ajoutée par branche en volume (en %)

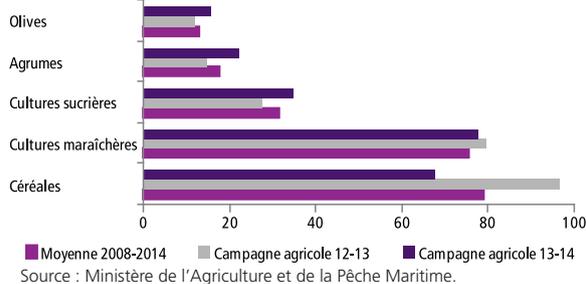
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Secteur primaire	23,9	1,1	6,7	-7,8	18,5	-2,6
Agriculture	26,0	2,3	5,7	-9,1	17,9	-2,5
Pêche	0,4	-15,9	24,8	9,7	26,8	-3,9
Secteur secondaire	-6,6	10,2	6,3	0,8	0,6	1,7
Industrie d'extraction	-28,9	42,1	5,0	-2,1	-1,5	4,2
Industrie de transformation	-3,0	8,4	6,8	1,8	-0,6	1,0
Electricité et eau	-13,5	18,2	8,3	-6,7	14,5	4,5
Bâtiment et travaux publics	4,5	2,4	4,9	2,2	1,6	1,4
Secteur tertiaire	3,7	2,9	6,2	6,3	2,1	2,2
Commerce	-1,3	-3,3	7,4	4,1	-1,1	0,9
Hôtels et restaurants	0,4	7,7	-1,1	2,6	4,7	2,4
Transports	2,8	4,9	7,0	2,4	1,2	5,6
Postes et télécommunications	6,6	5,2	9,5	29,5	2,9	6,3
Activités financières et assurances	2,5	13,0	8,6	4,2	0,2	1,4
Immobilier, location et services rendus aux entreprises	4,9	1,7	5,6	4,5	1,6	1,8
Administration publique générale et sécurité sociale	11,4	0,8	9,9	5,1	3,7	2,5
Education, santé et action sociale	1,6	4,4	1,6	7,1	5,0	1,3
Autres services non financiers	2,3	2,4	2,1	3,0	2,9	2,5
Activités non agricoles	1,6	4,0	5,2	4,7	3,0	3,1
PIB	4,2	3,8	5,2	3,0	4,7	2,4

Source : HCP.

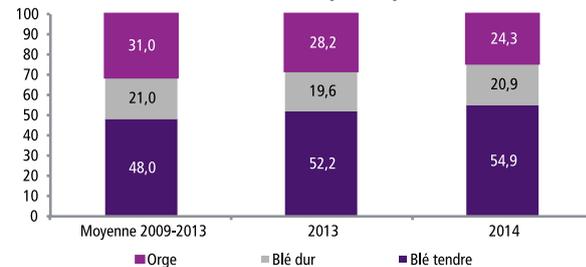
1.2.1 Production

Impactée par des conditions climatiques relativement défavorables avec une pluviométrie tardive, la valeur ajoutée du secteur agricole s'est contractée de 2,5%, après un accroissement de 17,9% un an auparavant. La production des trois principales céréales¹ s'est établie à 67,5 millions de quintaux, en recul de 30,1% par rapport à la campagne précédente. L'effet de cette diminution a été légèrement atténué par la progression enregistrée au niveau des autres cultures et de l'activité de l'élevage. En effet, à l'exception des cultures maraîchères qui ont baissé de 2,5%, la production s'est accrue de 52,2% pour les agrumes, de 26,3% pour les cultures sucrières, de 33,1% pour les olives et de 7,9% pour les légumineuses. De même, l'activité de l'élevage a connu une augmentation de 2,1% de l'effectif du cheptel à 28,6 millions de têtes². Ce dernier reste dominé par les ovins avec une part de 67% contre 22% pour les caprins et 11% pour les bovins.

Graphique 1.2.1 : Principales productions végétales (en millions de quintaux)

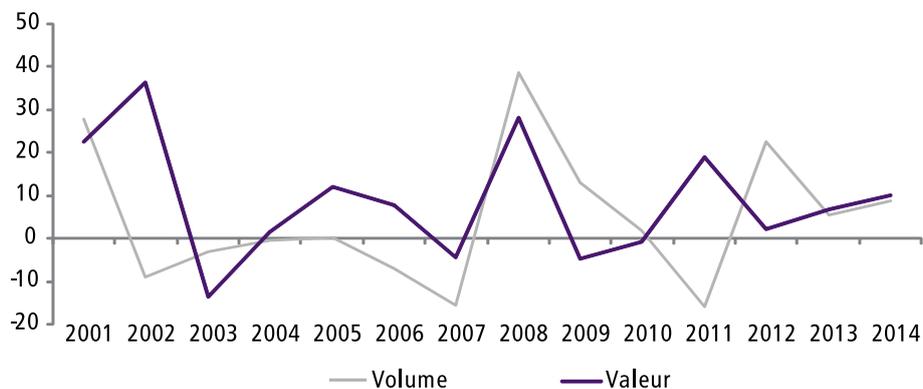


Graphique 1.2.2 : Structure de la production céréalière (en %)



En ce qui concerne la pêche côtière et artisanale, les débarquements ont progressé de 8,9% en volume à 1,3 million de tonnes et de 10% en valeur à 6 milliards de dirhams. La part de cette production utilisée dans la fabrication de "farine et huile de poisson" est passée de 15,3% à 26,6% et celle affectée à la conserverie de 13% à 16%. A l'inverse, celles destinées à la consommation et à la congélation sont revenues de 33,7% à 25,3% et de 37,1% à 31,6% respectivement.

Graphique 1.2.3 : Variation des débarquements des pêches côtière et artisanale (en %)



Source : Office National des Pêches.

1 Blé tendre, blé dur et orge.

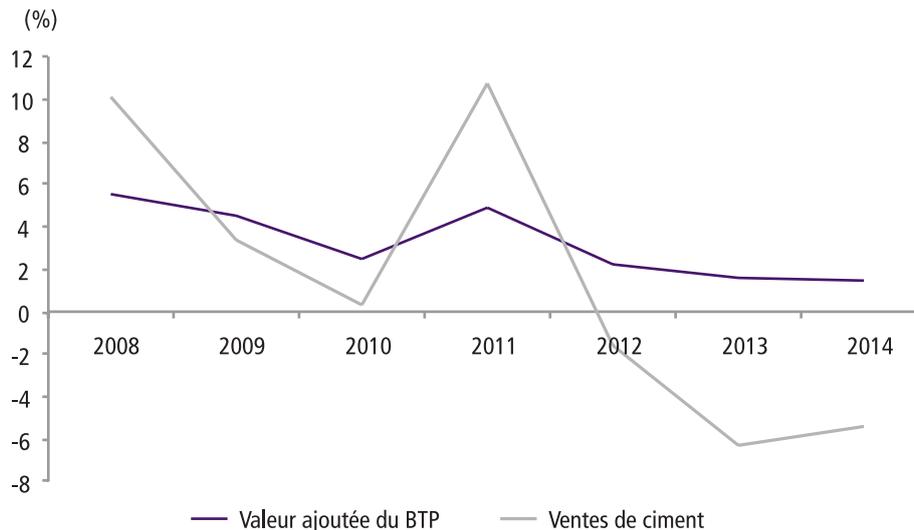
2 Selon l'enquête menée par le Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime en mars-avril 2014.

Au niveau du secteur secondaire, la valeur ajoutée s'est accrue de 1,7% au lieu de 0,6% en 2013, avec en particulier un faible redressement de l'industrie et une poursuite de l'essoufflement du BTP.

Après une baisse de 0,6% en 2013, les industries de transformation ont enregistré un léger redressement de 1%, avec des évolutions différenciées selon les branches. Les industries agroalimentaires et tabac ont marqué une accélération de 2,3% à 5,7% et celles du textile et cuir ont connu une hausse de 4,5% après un repli de 1,3%. En revanche, le rythme de l'activité est passé de -0,2% à 0,9% dans la chimie et parachimie et de -5% à 1,9% dans les industries mécaniques, métallurgiques et électriques.

Quant à l'activité du BTP, son ralentissement tendanciel s'est poursuivi en 2014 avec un taux de croissance de 1,4%, contre 1,6% un an auparavant. Cette évolution s'est reflétée au niveau des ventes de ciment qui ont affiché leur troisième baisse consécutive, enregistrant un taux de 5,4% après 6,3% en 2013 et 1,6% en 2012.

Graphique 1.2.4 : Evolution des ventes de ciment et de la valeur ajoutée du BTP (en %)

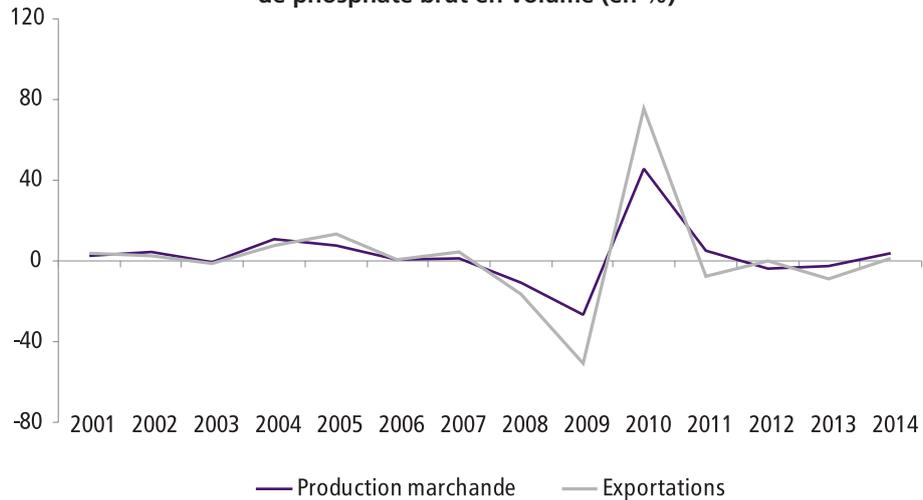


Sources : HCP et APC.

La valeur ajoutée minière a, pour sa part, augmenté de 4,2% après un repli de 1,5% en 2013. Ce relatif redressement reflète la progression de 3,6%, après deux années de recul, de la production marchande du phosphate, elle-même liée à l'amélioration de 1,5% des exportations¹ et de 3,8% de la demande des unités locales de transformation.

¹ Selon les données de l'OCP.

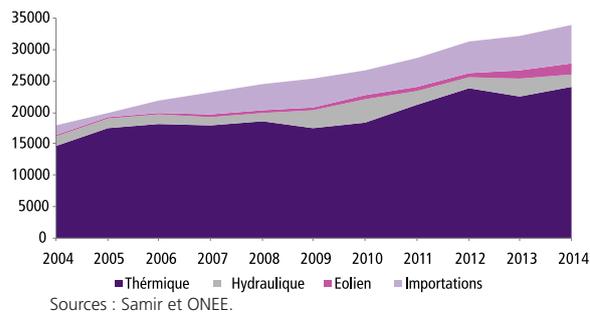
Graphique 1.2.5 : Variation de la production et des exportations de phosphate brut en volume (en %)



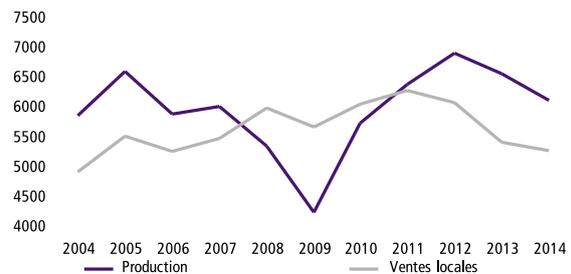
Source : OCP.

Concernant le secteur énergétique, la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau » s'est accrue de 4,5% contre 14,5% en 2013.

Graphique 1.2.6 : Structure de l'électricité disponible par source primaire (en GWh)



Graphique 1.2.7 : Production et consommation des produits pétroliers (en milliers de tonnes)



La production nette locale d'électricité s'est accrue de 3,3% à 27,4 milliards de KWH, contre 1% en 2013. Elle reste dominée par sa composante thermique avec une part de 86,3% contre 7,3% pour l'hydraulique et 6,4% pour l'éolienne.

Pour ce qui est de l'industrie de raffinage, après une hausse de 4,9%, sa production s'est repliée de 6,8% à 6,1 millions de tonnes. Cette évolution traduit essentiellement la baisse de la production de fuel de 28% et de l'essence de 10,3% alors que celle du gasoil s'est accrue de 1,6%. Le recul sensible de la production de fuel est attribuable à la contraction de 44% de la demande de l'ONEE en relation avec la mise en service des tranches 6 et 7 de la centrale thermique de JLEC et du parc éolien de Tarfaya, avec des capacités respectives de 700 MW et 300 MW.

S'agissant des activités tertiaires, après une progression de 4,7% en moyenne entre 2007 et 2012 et de 2,1% en 2013, leur valeur ajoutée a enregistré une croissance relativement limitée de 2,2%. Cette tendance reflète en particulier un léger accroissement des activités du « Commerce » et de « l'immobilier, location et services rendus aux entreprises » ainsi qu'un ralentissement des activités non-marchandes et de celles touristiques.

La lenteur de la reprise économique dans les principaux pays émetteurs, conjuguée aux risques sécuritaires élevés dans certains pays de la région ont sensiblement impacté l'activité touristique en 2014. Ainsi, après une hausse de 7,2% en 2013, le nombre de touristes a enregistré une progression de 2,4% à 10,3 millions de visiteurs, avec une décélération de 8,2% à 2,6% pour les arrivées des MRE et de 6,2% à 2,1% pour les touristes étrangers.

Tableau 1.2.2 : Evolution des arrivées touristiques (en milliers)

	2011	2012	2013	2014	Variation (%)			Part de marché (%)			
					12/11	13/12	14/13	2011	2012	2013	2014
Touristes Etrangers	4.934	5.012	5.323	5.437	1,6	6,2	2,1	52,8	53,5	53	52,9
Union Européenne	3.882	3.856	3.994	4.115	-0,7	3,6	3,0	41,6	41,1	39,8	40,0
Europe hors UE	256	250	313	325	-2	25,1	3,6	2,7	2,7	3,1	3,2
Amérique	240	258	295	303	7,6	14,2	3,0	2,6	2,8	2,9	3,0
Pays Arabes	309	372	435	391	20,6	16,8	-10,1	3,3	4,0	4,3	3,8
Reste du monde	248	275	286	303	11,1	4,1	5,8	2,7	2,9	2,9	2,9
MRE	4.408	4.363	4.723	4.845	-1,0	8,2	2,6	47,2	46,5	47	47,1
Total	9.342	9.375	10.046	10.282	0,4	7,2	2,4	-	-	-	-
Recettes Voyage (en millions de dhs)	58.904	57.835	57.614	59.307	-1,8	-0,4	2,9	-	-	-	-

Source : Ministère du Tourisme.

De même, l'augmentation des nuitées dans les établissements d'hébergement classés a ralenti de 9,3% à 2,7% globalement, de 11% à 2,8% pour les non-résidents et de 5% à 2,4% pour les résidents. En parallèle, la capacité litière s'est accrue de 3,9% à 215.660 lits, taux largement inférieur à la moyenne annuelle de 9,5% nécessaire pour atteindre l'objectif de 372.000 lits prévu dans le cadre de la vision 2020. Pour leur part, les recettes de voyage ont enregistré une hausse de 2,9% après deux baisses consécutives, s'établissant à 59,3 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, la valeur ajoutée de la branche « Hôtels et restaurants » a connu une décélération de son rythme d'accroissement à 2,4% contre 4,7% en 2013, ramenant sa contribution à la croissance de 0,11 point de pourcentage à 0,06 point.

Encadré 1.2.1 : Structure du tourisme international au Maroc

Après une hausse de 9,7% en moyenne annuelle entre 2004 et 2009, les flux de touristes étrangers de séjour (TES) vers le Maroc ont connu un net ralentissement, avec une performance limitée à 2,6% en moyenne entre 2010 et 2014. Cette décélération a concerné l'ensemble des régions émettrices à l'exception du Moyen-Orient dont les arrivées ont maintenu un rythme de progression soutenu. En particulier, la croissance moyenne des flux en provenance de l'Union européenne, principale zone émettrice vers le Maroc, est revenue de 9,2% à 1,4%. Ce constat ne concerne pas toutefois certains pays, notamment l'Allemagne, dont les flux ont enregistré une accélération de 4,3% à 5,6%.

Ces évolutions se sont reflétées au niveau de la structure des arrivées de touristes étrangers, avec notamment une baisse de 5 points de pourcentage de la part de l'Union européenne à 76%. Ce recul a été particulièrement prononcé pour les touristes français qui ont représenté 33% des arrivées en 2014 contre 43% en 2004. Pour les autres régions, malgré une légère augmentation, leurs parts restent encore faibles.

Au niveau de la structure des nuitées dans les établissements d'hébergement classés, la contribution du marché français est passée de 51% en 2004 à 33% en 2014, soit une décélération plus forte que celles des arrivées. En revanche, la part du Royaume-Uni a doublé au cours de la période à 12% et celle des pays arabes s'est améliorée de 4% à 7%.

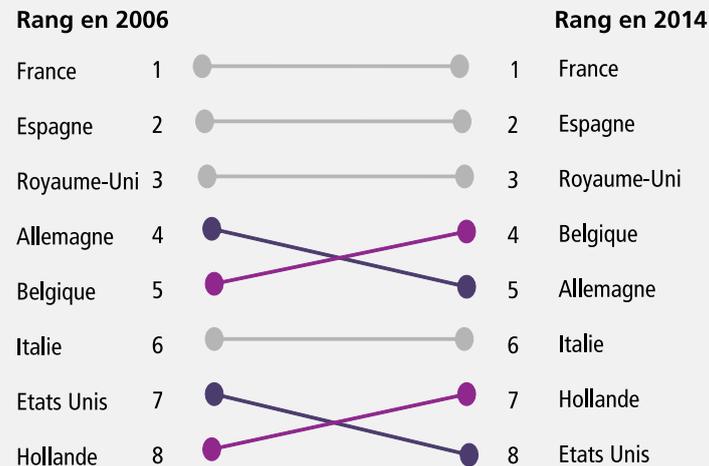
Tableau E1.2.2.1 : Evolution des parts de marché des principales régions émettrices vers le Maroc

	Parts dans le flux de TES		Evolution annuelle moyenne(%)		
	2006-2010	2011-2014	2006	2010	2014
Union Européenne	2,0	7,8	75,7	79,2	80,7
- France	0,4	5,4	33,1	37,2	41,5
- Espagne	-0,5	11,6	12,6	14,8	13,1
- Royaume-Uni	10,6	6,2	8,8	6,9	7,4
- Allemagne	5,1	7,9	4,7	4,2	4,2
Europe Hors U.E	8,3	15,5	6,0	5,2	4,0
- Russie	15,1	28,3	0,6	0,7	0,3
Amérique	8,2	9,7	5,6	5,1	4,9
MENA	8,2	8,4	7,2	5,6	5,6
Afrique Subsaharienne	5,4	14,6	2,9	2,5	2,0
Asie	11,1	11,2	2,1	1,7	1,5
- Chine	16,9	9,4	0,2	0,1	0,1
TES	3,3	8,3	-	-	-

Sources : Ministère du Tourisme.

En conclusion, malgré cette relative diversification, le tourisme international au Maroc reste fortement dépendant de la demande européenne et en particulier de ses trois principaux marchés, à savoir la France, l'Espagne et le Royaume-Uni. Ces derniers représentent à eux trois 54% des arrivées de touristes et 50% des nuitées dans les établissements classés.

Graphique E1.2.1.1 : Structure des arrivées touristiques vers le Maroc



Pour les transports, la valeur ajoutée a augmenté de 5,6% après 1,2%, portant ainsi leur contribution à la croissance économique de 0,05 à 0,21 point de pourcentage. Cette évolution traduit essentiellement la hausse des trafics maritime de marchandises et ferroviaire de voyageurs.

Le fret maritime de marchandises a marqué une amélioration de 14,3% après 9%, atteignant 115 millions de tonnes. En effet, le trafic lié aux échanges extérieurs a connu une progression de 11,5% après un repli de 1,8% et celui de transbordement au port de Tanger s'est accru de 20,2% après 41,1%. A l'inverse, le transport ferroviaire de marchandises s'est replié de 3,3%, conséquence de la mise en service du pipeline pour le transport du phosphate brut. Hors phosphate, ce trafic ressort en hausse de 7%.

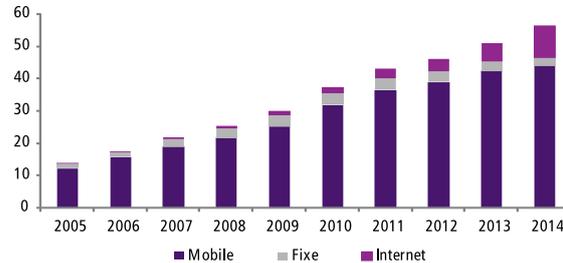
Quant au transport de voyageurs, hormis l'accélération du trafic ferroviaire de 5,8% à 6,3%, les transports aérien et maritime auraient pâti du ralentissement du tourisme international, enregistrant des décélérations de l'effectif de voyageurs de 9,2% à 4,8% et de 12,9% à 6,8% respectivement.

Au niveau des postes et télécommunications, la valeur ajoutée s'est améliorée de 6,3% contre 2,9% en 2013, sous l'effet de la baisse des prix du mobile et d'internet, conjuguée à la hausse des taux de pénétration et de l'usage moyen¹.

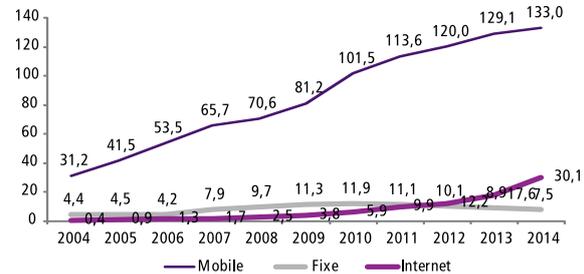
¹ Défini par le ratio du trafic sortant en minutes au parc moyen d'abonnés.

Le nombre d'abonnés à internet a enregistré la plus forte progression depuis 2005 avec un rythme de 72,6% à près de 10 millions, portant ainsi le taux de pénétration de 17,6% à 30,1%. Cette amélioration, qui a été favorisée par une baisse de 36% des prix, a concerné essentiellement le parc 3G qui a augmenté de 81,9% représentant désormais 90,1% du total contre 50,9% un an auparavant. De même pour la téléphonie mobile, la diminution de 22% des prix a contribué à l'accroissement du nombre d'abonnés de 4% à 44,1 millions, soit un taux de pénétration de 133%, et à l'allongement de l'usage moyen de 11%. En revanche, le marché de la téléphonie fixe a continué son recul entamé en 2011, avec une baisse du nombre d'abonnés de 14,9% à 2,5 millions, réduisant ainsi son taux de pénétration de 1,4 point à 7,5%.

Graphique 1.2.8 : Evolution du parc d'abonnés par segment (en milliers)



Graphique 1.2.9 : Evolution du taux de pénétration (en %)



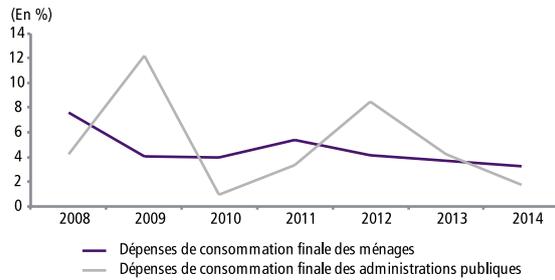
Source : ANRT.

1.2.2 Demande

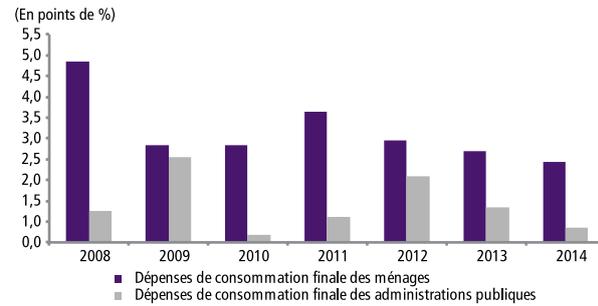
La demande intérieure a poursuivi son ralentissement, sous l'effet de la décélération de la consommation finale nationale et du recul de l'investissement. Son rythme d'accroissement est resté largement inférieur à celui de 2011, revenant ainsi de 6,7% à 4,2% en 2013 et à 1% en 2014, et sa contribution à la croissance a baissé de 7,3 en 2011 à 1,2 point de pourcentage en 2014.

En dépit d'une faible inflation, la consommation finale des ménages a ralenti de 3,7% en 2013 à 3,2% en 2014, dans un contexte marqué par une campagne agricole moyenne et une sensible détérioration de la situation sur le marché du travail. Sa contribution à la croissance est passée ainsi de 2,2 à 1,9 point de pourcentage. De même, la consommation des administrations publiques a poursuivi la baisse de son rythme, avec un taux de 1,8% après 4,2%, et sa participation à la croissance s'est réduite à 0,3 point de pourcentage après 0,8 point.

Graphique 1.2.10 : Evolution de la consommation finale en volume (en %)



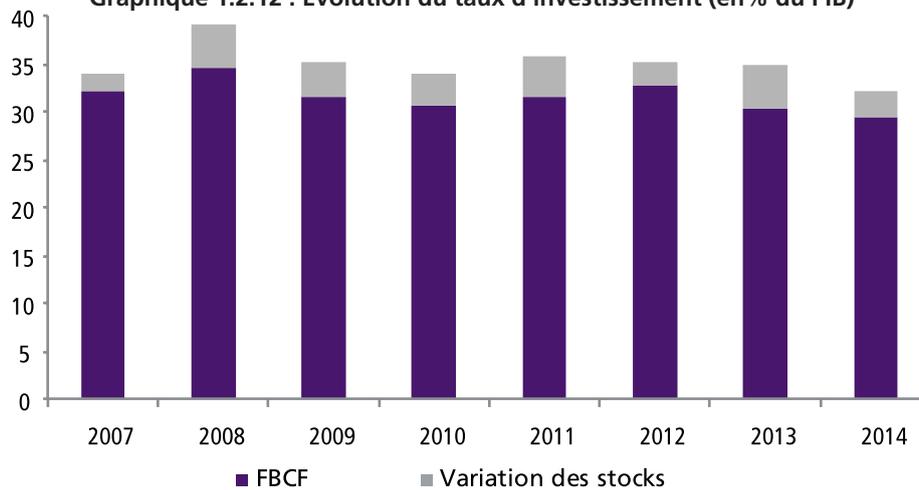
Graphique 1.2.11 : Contribution de la consommation finale à la croissance du PIB, en points de pourcentage



Source : HCP.

Après avoir progressé de 6,8% en 2013, l'investissement a enregistré un recul de 4%, reflétant essentiellement une baisse de 23,2% de la variation des stocks contre une hausse de 95,7% un an auparavant. Sa contribution à la croissance ressort ainsi négative de 1,1 point de pourcentage contre une participation positive de 1,8 point. La formation brute de capital fixe a, toutefois, connu une atténuation de sa baisse de 1,5% à 0,4%. Ceci s'expliquerait essentiellement par l'effort d'investissement du Trésor dont les dépenses d'équipement ont augmenté de 9%, l'investissement privé aurait continué à pâtir des incertitudes liées aux perspectives de croissance.

Graphique 1.2.12 : Evolution du taux d'investissement (en% du PIB)

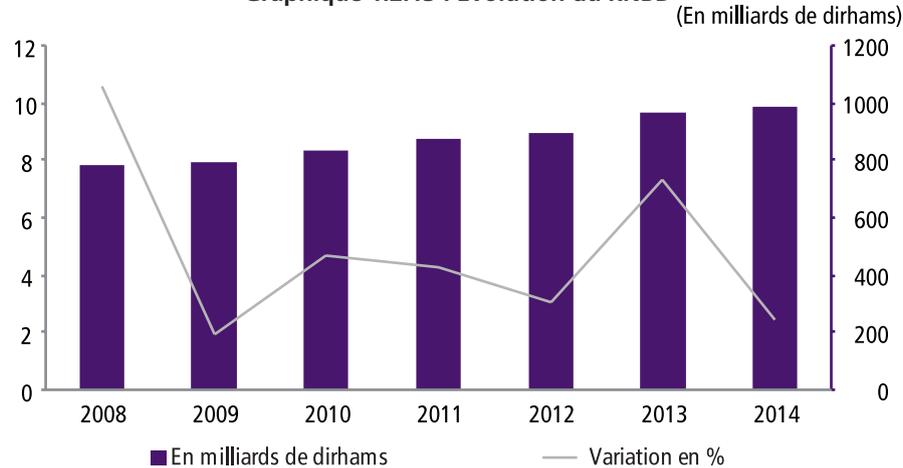


Source : HCP.

A prix courants, le PIB s'est accru de 2,6% à 924,8 milliards de dirhams, contre 6,3% un an auparavant. Les transferts courants nets ont, quant à eux, progressé à un rythme soutenu de 11,4% à 81,3 milliards, en liaison essentiellement avec un important afflux de 13,1 milliards en dons provenant des pays du CCG, l'équivalent de 1,4% du PIB. Les transferts des MRE ont, pour

leur part, totalisé 59,9 milliards, en augmentation de 3,6%. En parallèle, les sorties nettes des revenus de la propriété, composées en majorité des revenus des investissements directs, se sont élevées à 20,9 milliards. Dans ces conditions, le RNBD ressort en hausse de 2,4% à 985,2 milliards, soit 29.106 dirhams par habitant contre 28.779 dirhams un an auparavant.

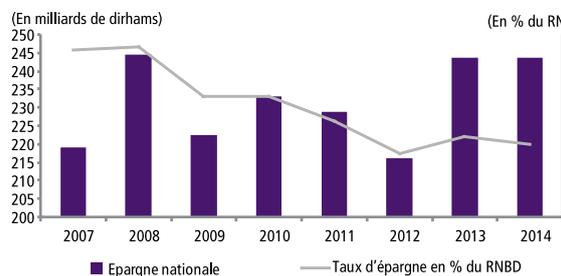
Graphique 1.2.13 : Evolution du RNBD



Source : HCP.

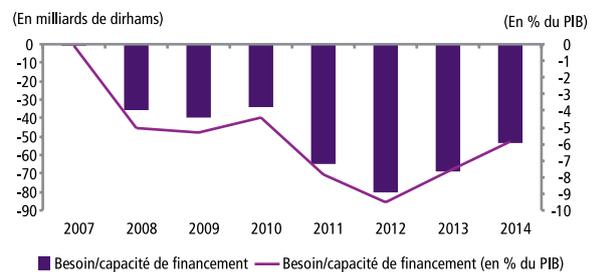
Tenant compte d'une hausse de 3,2% de la consommation finale nationale, le taux d'épargne est resté à un niveau largement inférieur à sa moyenne entre 2007 et 2008, se situant à 24,7% du RNBD contre 31,1%. En regard, les dépenses d'investissement ont diminué de 4,8% à 297,7 milliards de dirhams, représentant ainsi 32,2% du PIB contre 34,7% en 2013. Dans ces conditions, le besoin de financement de l'économie s'est atténué à 53,9 milliards ou 5,8% du PIB, contre 7,7% en 2013.

Graphique 1.2.14 : Evolution de l'épargne nationale



Source : HCP.

Graphique 1.2.15 : Besoin/capacité de financement



1.3 Marché de l'emploi

Dans un contexte marqué par la lenteur de la reprise des activités non agricoles et une campagne agricole moyenne, la situation du marché du travail s'est sensiblement dégradée en 2014. C'est ainsi que malgré un recul de 0,3 point du taux d'activité, le taux de chômage a enregistré sa troisième hausse consécutive, s'établissant à 9,9% contre 9,2% en 2013. Cette augmentation a été plus marquée en milieu urbain et particulièrement parmi les jeunes de 15 à 24 ans, dont près de quatre sur dix ne trouvent pas d'emploi.

L'aggravation du chômage résulte d'une création nette d'emplois limitée à 21.000 postes, la plus faible au cours des quatorze dernières années après celle de 1.000 postes en 2012. Par secteur, l'industrie a accusé une perte de 37.000 postes, la plus importante depuis 2009, tandis que le BTP a connu une stagnation de ses effectifs après deux années de baisses significatives. Les services, qui demeurent le principal pourvoyeur d'emplois, ont créé 42.000 postes, un nombre largement inférieur à la moyenne de 108.000 enregistrée au cours des trois dernières années. De même, l'agriculture n'a généré que 16.000 postes contre 58.000 en 2013, année marquée par une récolte céréalière exceptionnelle.

Dans ces conditions et tenant compte d'un accroissement de 2% de la valeur ajoutée non agricole, la productivité apparente du travail¹ s'est améliorée de 1,9% après 1% en 2013. Cette hausse ressort comparable à celle de l'appréciation des coûts salariaux², qui s'est établie en termes réels à 2% pour le secteur privé et à 1,6% pour le public.

1.3.1 Indicateurs d'activité

Après un accroissement de 1,4% en 2013, la population active a augmenté de 0,9% à 11,8 millions, avec une progression de 1,4% en milieu urbain et de 0,3% en zones rurales. Féminisée à hauteur de 27,2%, elle demeure peu qualifiée avec une part de non diplômés de 59,8% au niveau national et de 80,5% en milieu rural³.

Compte tenu d'une croissance de 1,5% de la population âgée de 15 ans et plus, le taux d'activité⁴ a de nouveau reculé, revenant de 48,3% à 48%, avec un repli de 0,3 point à 42,1% dans les villes et de 0,2 point à 57,2% en zones rurales. La baisse en milieu urbain varie de 0,4 point pour la tranche d'âge 25-34 ans à 0,6 point pour celles des 15-24 ans et 35-44 ans. En zones rurales, elle a concerné particulièrement les tranches de 35 à 44 ans et de 45 ans et plus avec

¹ Mesurée par le rapport entre la valeur ajoutée non agricole et la population active occupée hors agriculture.

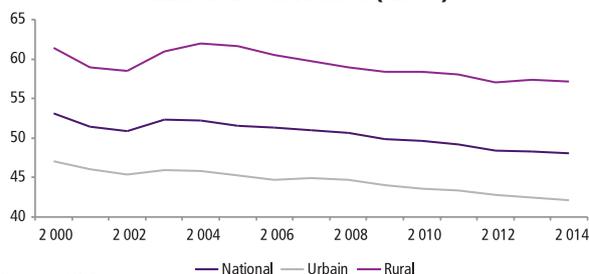
² L'évaluation des coûts salariaux se base sur les données de la CNSS pour le secteur privé et sur celles du Ministère de l'Economie et des Finances pour le secteur public.

³ Les données relatives à la structure de la population active selon le diplôme sont relatives à 2013.

⁴ Le taux d'activité est défini comme le rapport entre la population active âgée de 15 ans et plus et la population totale âgée de 15 ans et plus.

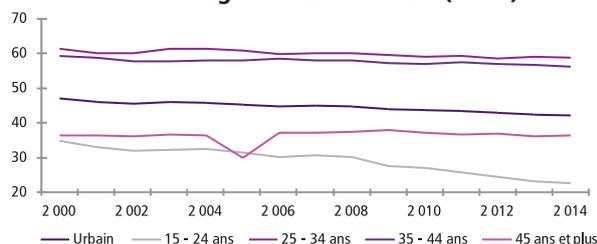
1,3 et 1,1 point respectivement. Au-delà de facteurs tel que le prolongement de la scolarité, ces diminutions importantes du taux d'activité refléteraient le découragement de certaines catégories de la population active et qui ne s'inscrivent plus dans l'effectif de demandeurs d'emploi face à la persistance du manque d'opportunités sur le marché du travail.

Graphique 1.3.1 : Evolution du taux d'activité par milieu de résidence (en %)



Source : HCP.

Graphique 1.3.2 : Evolution du taux d'activité par tranche d'âge en milieu urbain (en %)

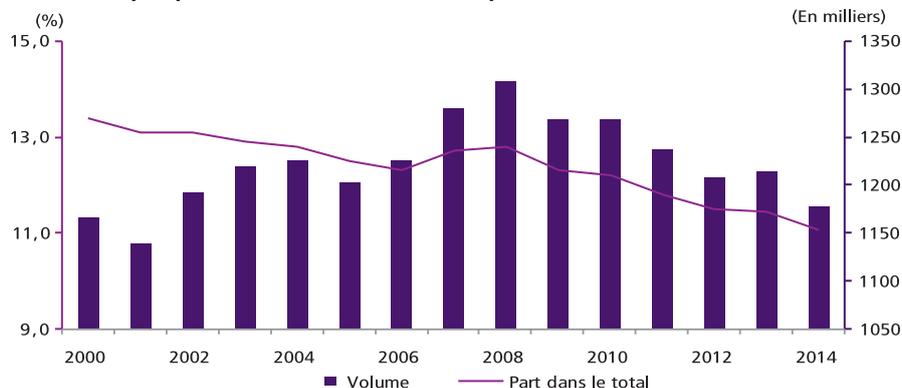


1.3.2 Indicateurs d'emploi

En 2014, l'économie nationale a créé 21.000 postes au lieu de 114.000 un an auparavant, soit une progression de 0,2% du volume d'emploi à 10,65 millions. En conséquence, le taux d'emploi¹ a reculé de 43,8% à 43,3%, avec un repli de 0,5 point aussi bien en milieu urbain qu'en zones rurales à 35,9% et 54,7% respectivement.

Par secteur, après 101.000 nouveaux postes en 2013, les services n'ont généré que 42.000 emplois, néanmoins leur part dans le volume global poursuit sa tendance haussière s'établissant à 40,1% après 39,8%. Les nouvelles créations ont été concentrées essentiellement dans les branches « commerce de détail et réparation d'articles domestiques » avec 29.000 postes et « services personnels » avec 10.000 emplois. De son côté, le secteur agricole a créé 16.000 postes contre 58.000 un an auparavant et son poids s'est quasi stabilisé à 39,4%.

Graphique 1.3.3 : Evolution de l'emploi dans le secteur industriel

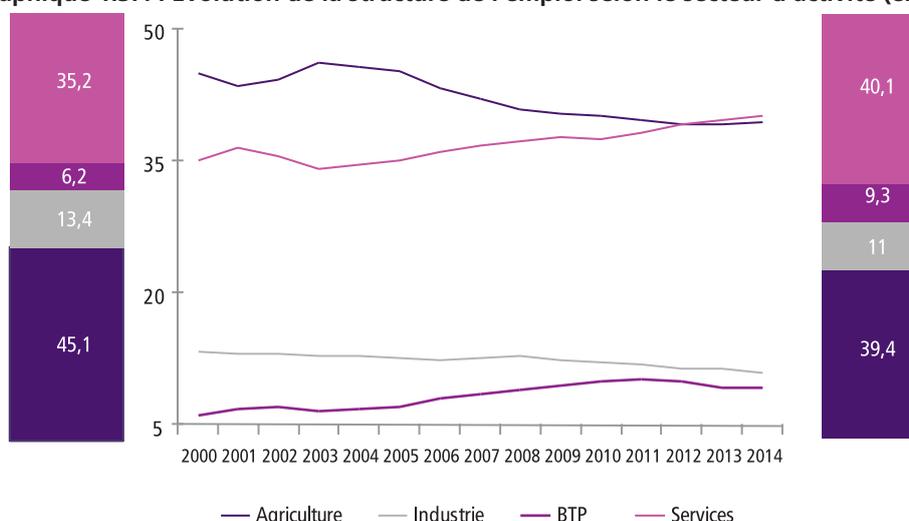


Source : HCP.

¹ Le taux d'emploi est défini comme le rapport entre la population active occupée âgée de 15 ans et plus et la population totale âgée de 15 ans et plus.

En revanche, après une légère progression de 0,4% en 2013, l'emploi dans l'industrie a repris sa tendance baissière entamée en 2009 avec une contraction de 37.000 postes, se traduisant par un recul de sa part dans la population occupée de 0,4 point à 11%. Cette contre-performance fait ressortir l'ambition des objectifs du Plan d'Accélération Industrielle 2014-2020 qui prévoit une création totale de 500.000 postes, soit l'équivalent de près de 71.500 annuellement. Le BTP a connu, quant à lui, une stagnation de ses effectifs après deux baisses sensibles totalisant 71.000 postes et son poids s'est stabilisé à 9,3%.

Graphique 1.3.4 : Evolution de la structure de l'emploi selon le secteur d'activité (en %)



Source : HCP.

L'analyse de l'emploi selon le statut professionnel montre que les postes créés en 2014 ont été exclusivement de type non rémunérés, l'emploi rémunéré ayant accusé une perte de 24.000 postes, la première depuis 2000, ramenant sa part d'une année à l'autre de 77,9% à 77,5%¹.

Par ailleurs, en dépit de son amélioration continue au cours des dernières années, la qualification de la main-d'œuvre reste faible avec une part de 62% de non diplômés. Les détenteurs d'un diplôme de niveau moyen en représentent 26,6% et ceux ayant, un diplôme de niveau supérieur 11,4%.

¹ Données publiées par le HCP.

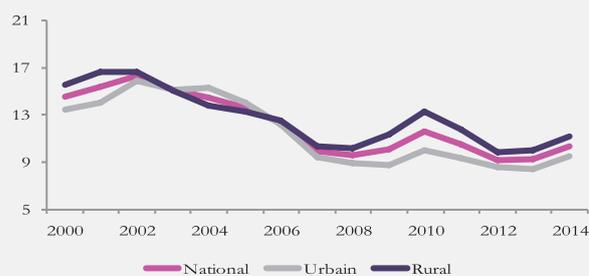
Encadré 1.3.1 : Le sous-emploi au Maroc

Si le taux de chômage demeure l'indicateur clé pour mesurer le niveau de la non-utilisation de la force de travail, le taux de sous-emploi¹ permet de compléter cette mesure en appréhendant le degré de sous-utilisation de la capacité productive de la population employée. En général, il augmente en période de faible activité et recule en cas d'accélération de la croissance.

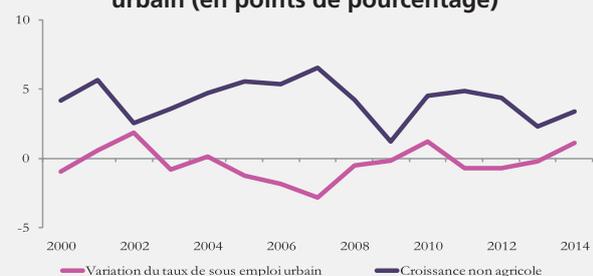
Au Maroc, au cours de la période 2003-2008 caractérisée par une croissance non agricole moyenne de 5,3%², le taux de sous-emploi en milieu urbain a enregistré une baisse tendancielle, revenant de 15,1% à 8,9%. En revanche, entre 2009 et 2014, il a oscillé autour de 9,1% traduisant un ralentissement de la croissance non agricole à 3,9% en moyenne.

En 2014 en particulier, le sous-emploi a touché 1,1 million de personnes au niveau national, soit 10,3% de la population occupée, en hausse de 1,1 point par rapport à 2013. Cette importante augmentation aurait ainsi atténué l'aggravation du chômage.

Graphique E1.3.1.1 : Evolution du taux de sous-emploi par milieu de résidence (en %)



Graphique E1.3.1.2 : Croissance non agricole (en %) et variation du taux de sous-emploi en milieu urbain (en points de pourcentage)



Sources : HCP et calculs BAM.

Le sous-emploi concerne pour 70,5% des cas des personnes cherchant un autre emploi pour des raisons d'inadéquation avec la qualification ou le souhait d'être mieux payé et touche plus les hommes que les femmes avec des taux respectifs de 10,9% et 4,6%. Il baisse avec l'âge, revenant de 13% pour les jeunes de 15 à 24 ans à 4,6% pour les actifs de 45 ans et plus. Selon le niveau de qualification, il varie de 7,4% pour les diplômés de niveau supérieur à 8,9% pour les non diplômés et à 10,7% pour les détenteurs d'un diplôme de niveau moyen.

Par secteur d'activité, le BTP reste le plus touché par le sous-emploi, avec un taux de 17% contre 10,3% pour le secteur agricole et 9,4% pour les services. Pour sa part, l'industrie affiche le taux le plus faible, soit 8%.

¹ La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposés à faire des heures complémentaires et disponibles pour le faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi pour inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou insuffisance du revenu procuré.

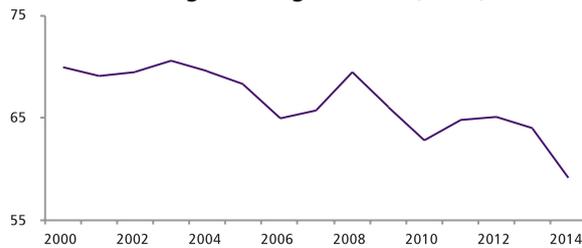
² Selon les données des comptes nationaux : base 1998.

1.3.3 Indicateurs du chômage

En 2014, la population au chômage a augmenté pour la troisième année consécutive pour s'établir à 1,2 million, en hausse de 8% après 4,1% en 2013. 59,2% des personnes en situation de chômage le sont depuis plus d'un an et 45,4% sont des primo-demandeurs d'emploi. Cette population, composée pour 78,6% de jeunes de moins de 35 ans, reste concentrée à hauteur de 80% en milieu urbain. Elle est également caractérisée par un taux de diplômés de près de 70,8% contre seulement 37% au niveau de la population occupée, cette proportion atteignant 85,4% parmi les primo-demandeurs.

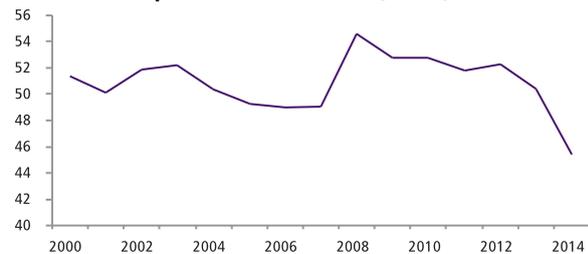
Entre 2013 et 2014, les proportions des primo-demandeurs d'emploi et des chômeurs de longue durée ont enregistré des baisses sensibles de 5 et 4,8 points respectivement. Ces évolutions traduiraient une hausse relativement plus importante en 2014 que les années précédentes des chômeurs suite à un licenciement ou un arrêt de l'activité de l'établissement, la part de ces derniers dans la population au chômage est passée d'une année à l'autre de 26,5% à 29,2%.

Graphique 1.3.5 : Evolution de la proportion du chômage de longue durée (en %)



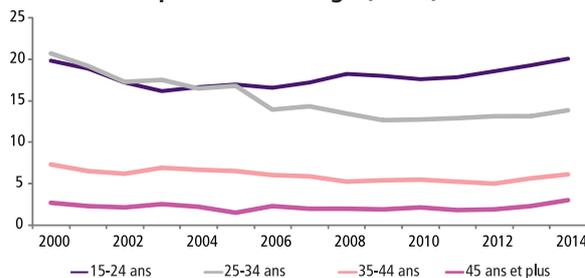
Source : HCP.

Graphique 1.3.6 : Evolution de la proportion des primo-demandeurs (en %)



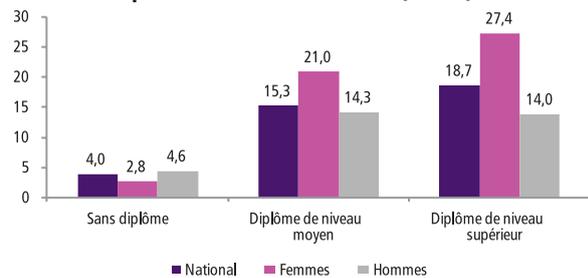
Le taux de chômage s'est aggravé de 0,7 point à 9,9%, soit le niveau le plus élevé depuis 2006. La hausse a été plus marquée en milieu urbain avec 0,8 point à 14,8% et plus particulièrement chez les jeunes de 15 à 24 ans avec 2,1 points à 38,1%. Le chômage dans les villes a également augmenté de manière sensible parmi les femmes avec 1,5 point à 21,9% et les diplômés avec 1,3 point à 19,5%.

Graphique 1.3.7 : Evolution du taux de chômage par tranche d'âge (en %)



Source : HCP.

Graphique 1.3.8 : Taux de chômage par genre et par niveau d'éducation (en %)

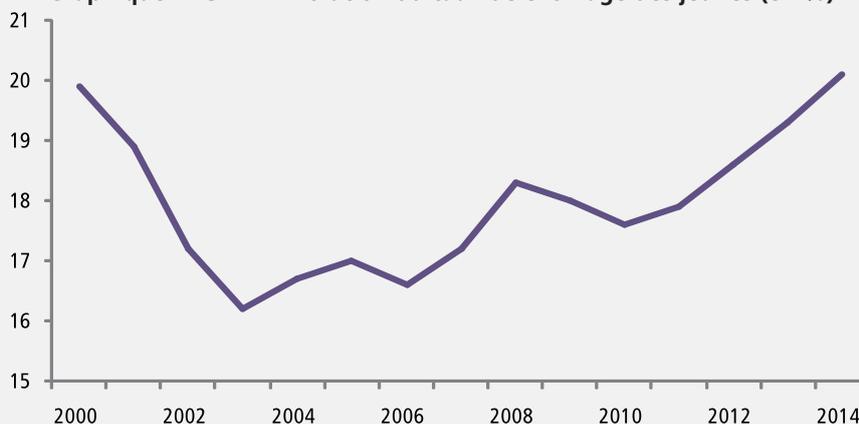


Encadré 1.3.2 : Chômage des jeunes de 15 à 24 ans

Le chômage des jeunes est un fléau mondial qui touche aussi bien les économies avancées que celles en développement. Depuis le début de la crise économique et financière internationale, il a pris une grande ampleur ressortant comme l'une de ses séquelles majeures.

Au Maroc, ce phénomène a pris une dimension importante qui en fait un problème social et économique inquiétant. En effet, après une baisse continue entre 1999 et 2003, il s'est inscrit dans une tendance haussière atteignant en 2014, 20,1% au niveau national et culminant à 38,1% en milieu urbain.

Graphique E1.3.2.1 : Evolution du taux de chômage des jeunes (en %)

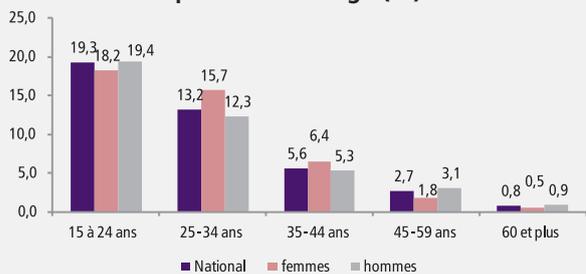


Source : HCP.

Contrairement à certains pays développés comme la France ou la Belgique, le chômage des jeunes au Maroc est plus répandu parmi les actifs qualifiés. En effet, son taux passe de 9,2% chez les sans diplômes à 24,6% parmi les détenteurs d'un diplôme de niveau moyen et à 60,5% parmi ceux ayant un diplôme de niveau supérieur.

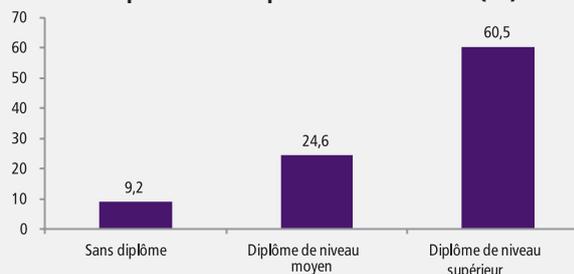
Outre le chômage, les jeunes restent également la frange de la population la plus touchée par le phénomène du sous-emploi avec un taux qui s'est élevé à 13% en 2013 contre 12,3% pour les 25-34 ans, 9,3% pour les 35-44 ans et 4,6% pour les 45 ans et plus.

Graphique E1.3.2.2 : Taux de chômage par genre et par tranche d'âge (%)



Source : HCP.

Graphique E1.3.2.3 : Taux de chômage par niveau de qualification pour les 15-24 ans (%)



Féminisée à hauteur de 24,8%, la population jeune au chômage reste concentrée à 73,2% dans les villes. Les primo-demandeurs en constituent 69% et les chômeurs de longue durée 65,1%. Selon le niveau de qualification, 58,7% de ces jeunes ont un diplôme de niveau moyen et 16,8% de niveau supérieur.

Tableau E1.3.2.1 : Caractéristiques de la population au chômage par tranche d'âge (en %) en 2012

	15-24 ans	25-34 ans	35-45 ans	Plus de 45 ans	National
Part dans la population au chômage*	35,8	42,8	13,8	6,9	-
Diplômés	75,5	80,1	62,0	31,4	73,0
- de niveau supérieur	16,8	36,6	26,4	12,6	26,3
- de niveau moyen	58,7	43,4	35,6	18,8	46,7
Primo-demandeurs	69,0	51,5	28,6	4,6	52,3
Part des chômeurs de longue durée	65,1	70,2	59,3	41,8	65,1

* Données 2013

Source : HCP.

En comparaison internationale, le chômage des jeunes au Maroc ressort moins répandu que dans plusieurs pays du Sud de l'Europe tels que l'Espagne ou l'Italie, et de la région MENA comme la Tunisie ou l'Egypte, mais demeure en général supérieur au taux observé dans les pays développés.

Tableau E1.3.2.2 : Evolution du taux de chômage des jeunes de 15-24 ans (en %)

	2000-2007	2007	2013
Allemagne	11,2	11,6	7,8
Chine	8,8	8,0	10,1
Etats-Unis	11,3	10,8	15,8
Maroc	17,5	17,2	19,3
Turquie	18,0	19,3	20,4
Algérie	38,6	27,5	24,0
Tunisie	30,6	27,8	31,2
Egypte	29,2	26,1	38,9
Italie	25,4	20,3	39,7
Espagne	21,8	18,9	57,3

Sources : WDI, Banque mondiale et HCP pour le Maroc.

1.3.4 Productivité et coût du travail

Sous l'effet d'une progression de 2% de la valeur ajoutée et d'une légère hausse de 0,1% de l'emploi, la productivité apparente du travail dans les activités non agricole s'est améliorée de 1,9% en 2014 après 1% un an auparavant. Cette hausse a été de 3,5% contre 2,6% dans le secteur secondaire et de 1,2% au lieu d'une baisse de 0,3% dans le secteur tertiaire.

Concernant les coûts salariaux, suite à leur revalorisation de 5% en juillet 2014 dans le cadre du dialogue social, le SMIG et le SMAG se sont accrus en moyenne de 2,5% en termes nominaux et de 2% en termes réels. De même, l'indice des salaires moyens du secteur privé, calculé sur la base des données de la CNSS, a augmenté de 2,4% en termes nominaux et de 2% en termes réels. Pour ce qui est des salaires dans le secteur public, ils ont progressé de 2,1% en termes nominaux et de 1,6% en termes réels.

Tableau 1.3.1 : Indicateurs de coûts de main d'œuvre (Variation annuelle en %)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Productivité apparente du travail		-1,4	3,4	4,5	3,5	1,0	1,9
Salaires dans le secteur privé	Nominal	10,0	-0,8	2,7	3,2	2,0	2,4
	Réel	8,9	-1,8	1,8	1,9	0,2	2,0
Coûts salariaux* Salaires dans le secteur public	Nominal	6,8	1,5	11,8	7,3	1,2	2,1
	Réel	5,8	0,5	10,7	5,9	-0,6	1,6
SMIG / SMAG nominal		4,9	7,5	4,7	2,3	2,3	2,5
SMIG / SMAG réel		3,9	6,4	3,8	1,0	0,4	2,0

*Les variations des coûts salariaux sont calculées en rapportant le niveau moyen de l'année à celui de l'année précédente.
Sources : HCP, CNSS, Ministère de l'Emploi et de la Formation Professionnelle et calculs BAM.

Tableau 1.3.2 : Indicateurs annuels d'activité et de chômage par milieu de résidence

	Milieu Urbain			Milieu Rural			Ensemble		
	2013	2014	Variations absolues*	2013	2014	Variations absolues	2013	2014	Variations absolues
Population totale**	19.513	19.869	356	13.437	13.435	-2,0	32.950	33.304	354
Population âgée de 15 ans et plus	14.672	14.968	296	9.558	9.633	75,0	24.230	24.601	371
Population active âgée de 15 ans et plus	6.218	6.307	89	5.488	5.506	18,0	11.706	11.813	107
Population occupée	5.347	5.373	26	5.278	5.273	-5,0	10.625	10.646	21
Population au chômage	871	934	63	210	233	23,0	1.081	1.167	86
Taux d'activité	42,4	42,1	-0,3	57,4	57,2	-0,2	48,3	48,0	-0,3
Selon le sexe									
Homme	69,0	68,2	-0,8	79,3	78,7	-0,6	73,0	72,4	-0,6
Femme	17,5	17,8	0,3	36,8	36,9	0,1	25,1	25,2	0,1
Selon l'âge									
15 à 24 ans	23,1	22,5	-0,6	43,0	43,7	0,7	32,2	32,2	0,0
25 à 34 ans	59,1	58,7	-0,4	65,3	65,0	-0,3	61,6	61,2	-0,4
35 à 44 ans	56,7	56,1	-0,6	69,8	68,5	-1,3	61,4	60,5	-0,9
45 ans et plus	36,1	36,3	0,2	59,0	57,9	-1,1	44,4	44,0	-0,4
Selon le diplôme									
Sans diplôme	37,1	36,6	-0,5	60,0	59,4	-0,6	48,9	48,3	-0,6
Ayant un diplôme	47,2	46,9	-0,3	48,7	49,9	1,2	47,5	47,6	0,1
Taux de chômage	14,0	14,8	0,8	3,8	4,2	0,4	9,2	9,9	0,7
Selon le sexe									
Homme	12,3	12,8	0,5	4,9	5,4	0,5	9,1	9,7	0,6
Femme	20,4	21,9	1,5	1,6	1,8	0,2	9,6	10,4	0,8
Selon l'âge									
15 à 24 ans	36,0	38,1	2,1	8,4	8,9	0,5	19,3	20,1	0,8
25 à 34 ans	19,8	20,9	1,1	4,2	4,5	0,3	13,2	13,9	0,7
35 à 44 ans	7,9	8,4	0,5	2,3	2,7	0,4	5,6	6,1	0,5
45 ans et plus	3,5	4,4	0,9	1,1	1,5	0,4	2,3	3,0	0,7
Selon le diplôme									
Sans diplôme	8,1	8,1	0,0	2,4	2,7	0,3	4,5	4,7	0,2
Ayant un diplôme	18,2	19,5	1,3	9,8	10,0	0,2	16,3	17,2	0,9

* Pour les taux, il s'agit d'une variation en points de pourcentage.

** Calculée sur la base des chiffres communiqués lors du dernier recensement 2014.

Source : HCP.

1.4 Inflation

L'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, s'est établie à un niveau faible en 2014, reflétant essentiellement le recul des prix des produits alimentaires à prix volatils. Elle est ressortie à 0,4% contre 1,9% en 2013 et une moyenne de 1% entre 2009 et 2012.

Toutefois, l'inflation sous-jacente, qui retrace la tendance fondamentale des prix, s'est située à 1,2% après 1,5% en 2013. Cette évolution, qui reste modérée, traduit le ralentissement de 1,7% à 0,9% de la progression des prix des biens non échangeables, alors que ceux des biens échangeables ont augmenté de 1,4% après 1,2%.

Pour ce qui est des « carburants et lubrifiants », en dépit du repli des cours internationaux, leurs tarifs ont progressé de 7%, sous l'effet de la réduction de la subvention à certains produits pétroliers et dans une moindre mesure de l'appréciation du dollar au cours de l'année. En revanche, la hausse des prix des autres produits réglementés a enregistré une accélération de 1,4% à 1,7%, suite essentiellement à la mise en place de la nouvelle tarification d'eau et d'électricité.

Concernant les prix à la production industrielle, ils ont accusé un repli de 2,9% après celui de 1,8% en 2013. Cette accentuation de la baisse est liée au reflux des cours internationaux des matières premières énergétiques et à l'effet de l'augmentation de la production agricole nationale destinée aux industries agroalimentaires.

Tableau 1.4.1 : Évolution des prix à la consommation

Groupes de produits	Variation annuelle en %						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Indice des prix à la consommation	3,7	1,0	0,9	0,9	1,3	1,9	0,4
Produits alimentaires à prix volatils	4,4	3,1	5,0	-2,0	3,0	3,3	-5,6
Produits à prix réglementés	1,0	0,7	0,3	0,1	1,6	2,3	2,4
- Carburants et lubrifiants	4,2	-1,7	-0,7	0,0	9,9	8,0	7,0
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,6	1,0	0,4	0,1	0,7	1,4	1,7
Inflation sous-jacente	4,4	0,7	0,4	1,8	0,8	1,5	1,2
- Produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente	9,0	-0,1	-0,6	3,3	2,2	1,6	1,0
- Articles d'habillement et chaussures	1,8	1,0	0,5	1,6	2,1	1,6	2,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ⁽¹⁾	1,9	1,6	0,8	1,0	1,0	2,2	1,7
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	1,5	1,9	0,8	0,8	0,1	0,2	0,8
- Santé ⁽¹⁾	1,1	0,8	0,0	0,3	2,0	0,9	2,6
- Transport ⁽¹⁾	1,3	0,3	0,3	-0,3	0,9	1,2	0,9
- Communications	-1,5	-4,5	-1,1	-5,4	-19,6	-9,2	-4,6
- Loisirs et cultures	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	0,5	0,4	-0,9
- Enseignement	3,3	5,4	4,1	4,1	3,8	5,5	3,4
- Restaurants et hôtels	2,8	1,8	2,4	1,7	2,0	3,2	2,5
- Biens et services divers	2,2	2,0	1,7	2,1	1,4	1,3	1,2

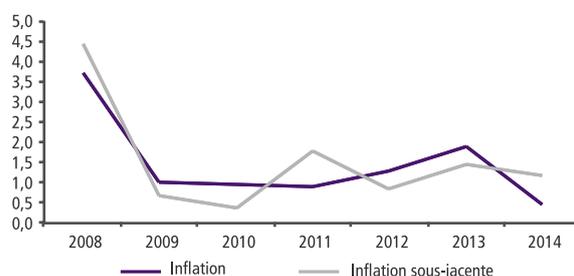
(1) hors produits réglementés.

Sources : HCP et calculs de BAM.

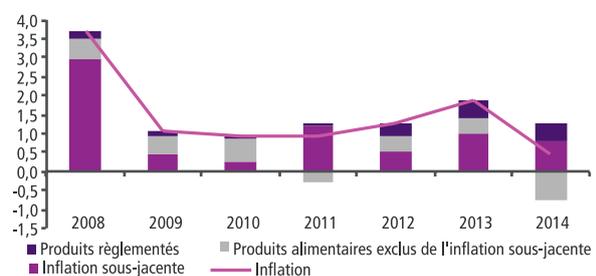
1.4.1. Évolution des composantes de l'indice des prix à la consommation

Après une hausse de 1,9% en 2013, l'indice des prix à la consommation a connu une forte décélération de son rythme d'accroissement, enregistrant un taux de 0,4%, soit le niveau le plus bas enregistré depuis 1968¹. Cette évolution reflète principalement le repli de 5,6%, après un accroissement de 3,3%, des prix des produits alimentaires à prix volatils, ramenant ainsi leur contribution à l'inflation de 0,4 à -0,8 point de pourcentage. La baisse a concerné l'ensemble des produits à l'exception des poissons frais et a été particulièrement marquée pour les agrumes et les légumes frais dont les prix ont reculé de 37% et de 7% respectivement, sous l'effet de l'augmentation sensible de leurs productions.

Graphique 1.4.1 : Évolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente (en %)



Graphique 1.4.2 : Contributions à l'inflation (en points de %)



Encadré 1.4.1 : Evolution des prix des produits alimentaires à prix volatils

Au cours des dernières années, la volatilité¹ des prix « des produits alimentaires à prix volatils » s'est inscrite dans une tendance baissière, passant de 9,5% en 2009 à 3,1% en 2014. Cette évolution reflète une baisse de la fréquence des chocs ponctuels d'offre notamment les grèves dans les secteurs agricole ou du transport, les difficultés d'accès aux exploitations liées aux intempéries et la hausse saisonnière de la demande. En dehors de ces facteurs conjoncturels, l'orientation des prix de ces produits reste déterminée principalement par le niveau de la production.

Graphique E1.4.1.1 : Évolution du niveau des prix des produits alimentaires à prix volatils

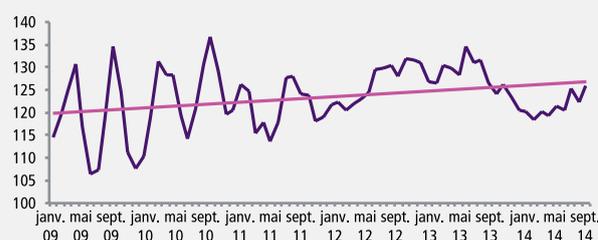


Tableau E1.4.1.1 : Volatilité et valeurs extrêmes de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils (en %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Volatilité	4,3	9,5	6,7	6,5	4,3	4,4	3,1
Max	13,8	15,7	16,3	9,4	11,7	10,7	1,5
Min	-0,6	-9,9	-3,8	-10,1	-3,6	-5,9	-9,9
Etendu	14,4	25,6	20,1	19,5	15,3	16,6	11,4

¹ Calculée par l'écart type.

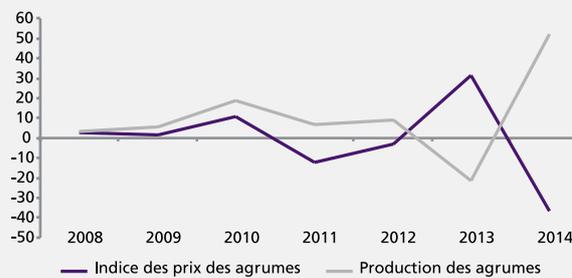
Sources : HCP et calculs BAM.

¹ Durant cette année, l'inflation s'est établie à 0,4% après -0,8% en 1967 et -1% en 1966.

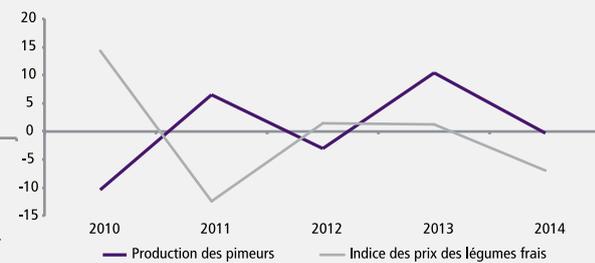
Plus particulièrement, l'année 2014 a enregistré des conditions favorables pour la production et la commercialisation des fruits et légumes. La production maraîchère s'est caractérisée, malgré le léger recul de la récolte, par une bonne régularité au cours de l'année, favorisée par des conditions climatiques propices en janvier et février. Cette évolution a induit un recul moyen des prix des légumes frais de 7% qui a été plus marqué à partir du mois de mars avec l'entrée de la production des primeurs en phase soutenue.

De même, après un recul de 21% en 2013, la récolte des agrumes de la campagne 2013-2014 a enregistré un niveau exceptionnel, en augmentation de 52%, grâce à des conditions climatiques favorables et à la disponibilité de l'eau d'irrigation. Dans ce contexte, les prix des agrumes ont baissé de 36,6% contre une hausse de 31,3% un an auparavant, contribuant ainsi à hauteur de -0,3 point de pourcentage à l'inflation contre 0,2 point en 2013.

Graphique E1.4.1.2 : Variation du volume de la production et de l'indice des prix des agrumes (en %)



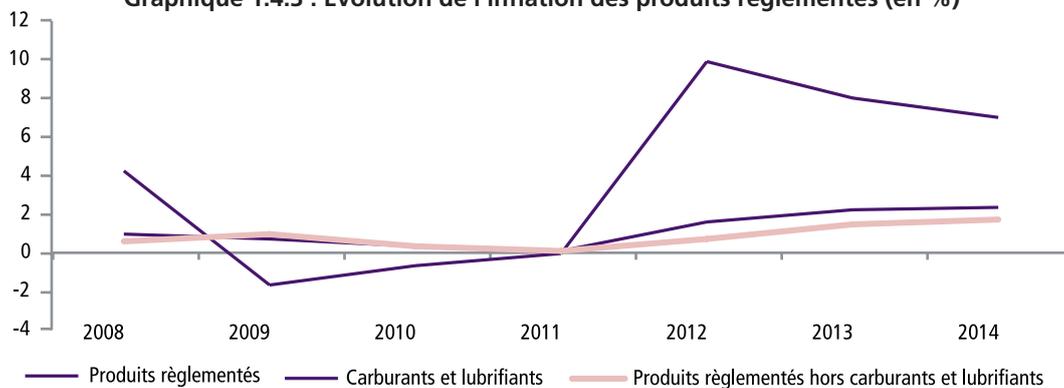
Graphique E1.4.1.3 : Évolution du volume de la production des primeurs et de l'indice des prix des légumes frais (en %)



Sources : Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime et calculs BAM.

Concernant les produits règlementés, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré une hausse de 7%, après 8% en 2013. La réduction progressive de la subvention des produits pétroliers et la dépréciation du dirham par rapport au dollar ont plus que compensé le reflux des cours internationaux. La contribution de ces produits à l'inflation s'est stabilisée à 0,2 point de pourcentage.

Graphique 1.4.3 : Évolution de l'inflation des produits règlementés (en %)



Sources : HCP et calculs BAM.

Le gasoil en particulier a vu son prix progresser au rythme des baisses graduelles de sa subvention unitaire opérées en février, avril et juillet. À partir du mois d'août, les effets divergents sur les prix à la pompe, d'une part, du recul des cours internationaux, et d'autre part, de la diminution de la subvention en octobre et de l'appréciation du dollar, se sont neutralisés jusqu'à décembre. Cette stabilité a été favorisée par le mode de calcul basé sur la prise en compte de la moyenne des cotations internationales sur deux mois et l'application d'un seuil minimum de répercussion de 2,5%. Le prix du gasoil ressort ainsi en hausse de 11,4% au cours de l'année, soit une augmentation de 0,9 dirham/litre.

Concernant le prix de l'essence, totalement indexé à partir de février 2014, il a augmenté de 4,1%, soit 0,5 dirham/litre, sous l'effet de la suppression de la subvention, partiellement atténuée par la diminution des cours internationaux.

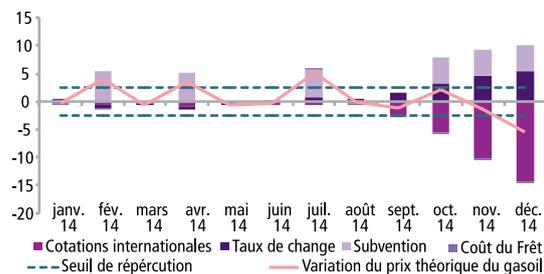
Ces évolutions ont induit une accélération graduelle de l'inflation des carburants et lubrifiants qui s'est établie à 14,2% en juillet, avant de s'inscrire dans un mouvement baissier durant les cinq derniers mois de l'année et terminer avec un taux de -3,3% en décembre 2014.

**Tableau 1.4.2 : Evolution du prix moyen à la pompe des carburants
(en dirhams par litre)**

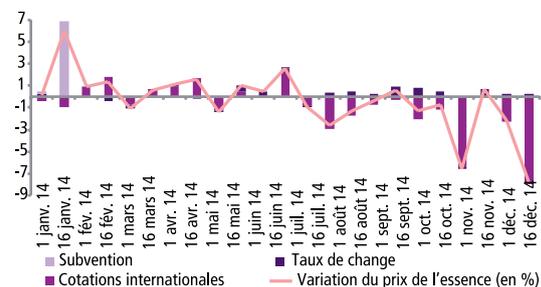
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gasoil	7,2	7,2	7,2	7,2	7,7	8,3	9,3
Essence	10,8	10,3	10,2	10,2	11,3	12,2	12,8

Source : Caisse de compensation

Graphique 1.4.4 : Évolution du prix du gasoil et de ses déterminants (en point de %)



Graphique 1.4.5 : Évolution du prix de l'essence et de ses déterminants (en point de %)

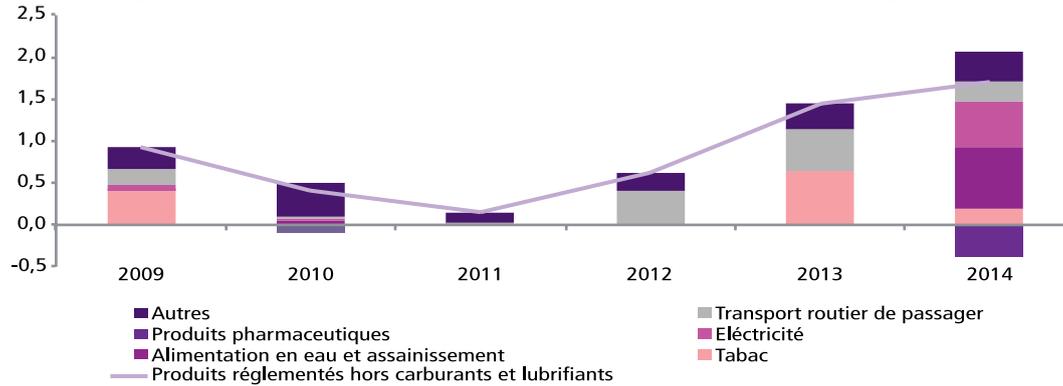


Sources : Caisse de compensation et calculs BAM.

Hors carburants et lubrifiants, les prix des produits règlementés ont connu une accélération de leur rythme de progression de 1,4% à 1,7%. En particulier, suite à la révision du système de tarification, les prix de l'électricité ont augmenté de 3% et ceux de l'alimentation en eau et assainissement de 6,3% (Encadré 1.4.2). En revanche, les tarifs des produits pharmaceutiques se sont repliés de 3%, consécutivement à la révision à la baisse des prix de certains médicaments en juin, et ceux

du tabac ont enregistré un ralentissement de leur hausse de 5,5% à 1,7%. Au total, les tarifs des produits réglementés auront connu globalement une légère accélération de 2,3% à 2,4%.

Graphique 1.4.6 : Contributions à l'inflation des produits réglementés (en points de %)



Sources : HCP et calculs BAM.

Encadré 1.4.2 : Réforme du système de tarification des services de distribution d'eau et d'électricité

En août 2014, le Gouvernement a instauré une réforme du mode de tarification des services de distribution d'eau et d'électricité. Cette révision, qui s'étalera sur trois ans, s'inscrit dans le cadre du contrat programme entre l'État et l'Office National de l'Électricité et de l'Eau Potable. Ce dernier a pour objectifs de réduire le déficit financier de l'Office, d'améliorer sa trésorerie, d'assainir ses créances envers ses partenaires et de garantir la disponibilité de l'énergie électrique et de l'eau potable. Les nouvelles modalités de facturation mises en place devraient apporter un soutien de près de 14 milliards de dirhams à l'Office, soit 32% de l'engagement global au titre du contrat.

En comparaison avec l'ancien système, la nouvelle grille de tarification de l'électricité comporte 6 tranches de consommation au lieu de 4 et limite le calcul progressif de la redevance aux deux premières tranches (inférieure à 100 kwh et entre 100 et 150 kwh). Pour les clients dépassant ce seuil, l'ensemble de la consommation est facturée au tarif de la tranche la plus élevée atteinte. Cette tarification sélective a pour objectif de réserver le soutien aux ménages les plus pauvres.

A l'instar de l'électricité, la nouvelle tarification de l'eau potable est caractérisée également par l'augmentation du nombre de tranches de consommation de 4 à 5 et par l'application d'une tarification sélective pour les consommations supérieures à 12 m³ par mois.

La réforme prévoit également des hausses des tarifs au début de chaque année de 2015 à 2017. Ces augmentations sont fixées pour l'électricité à 3,5% annuellement pour les tranches supérieures à 100 kwh et à 0,19 dirham par m³ d'eau consommée pour la redevance du service d'assainissement.

En termes d'impact sur l'inflation, ces changements ont induit des hausses de 15,9% au niveau de la rubrique « alimentation en eau et assainissement » et de 7,5% pour l'« électricité », contribuant ainsi à hauteur de 0,6 point de pourcentage à la variation annuelle de l'IPC à partir du mois d'août et de 0,2 point pour l'ensemble de l'année.

L'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatils et ceux à tarifs règlementés, a enregistré une décélération de 1,5% à 1,2%. Cette évolution reflète notamment le recul de 3%, après une progression de 4,4%, des prix des huiles, sous l'effet de la poursuite de la baisse des cours internationaux des oléagineuses. Elle traduit également la diminution de 0,9%, contre une hausse de 1,8% en 2013, des prix des « viandes fraîches » et l'atténuation de 6,9% à 3,3% de l'augmentation de ceux de « l'enseignement préélémentaire et primaire ». En revanche, la progression des prix des « produits à base de céréales » s'est accélérée de 0,1% à 1,6%, et la baisse des tarifs des communications s'est atténuée de 10,6% à 5,5%, suite à la dissipation des effets des réductions opérées en juillet 2013.

1.4.2. Biens échangeables et non échangeables

L'évolution de l'inflation sous-jacente peut être appréhendée à travers la distinction entre biens échangeables et non échangeables¹. Ainsi, en dépit des pressions déflationnistes dans la zone euro, la progression des prix des biens échangeables s'est établie à 1,4% contre 1,2% un an auparavant. Cette accélération reflète principalement la hausse des cours de certaines matières premières agricoles notamment le blé dur, à partir de novembre, et le lait dont les prix persistent à un niveau élevé depuis août 2013.

Tableau 1.4.3 : Evolution annuelle des prix des biens et services échangeables* et non échangeables (en %)

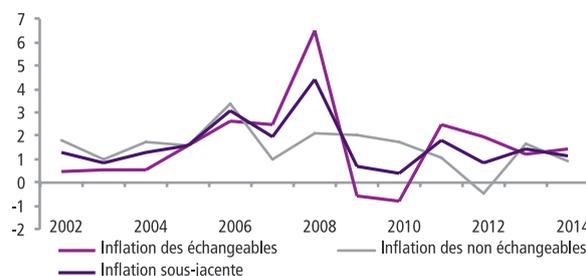
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Echangeables	6,5	-0,5	-0,8	2,5	2,0	1,2	1,4
Non échangeables	2,1	2,1	1,7	1,0	-0,5	1,7	0,9

* Inclus dans l'indicateur de l'inflation sous-jacente

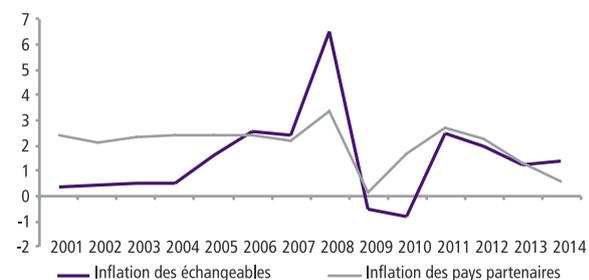
Sources : HCP et calculs BAM

Ces évolutions ont induit une accélération de l'inflation des échangeables à 1,8% en moyenne durant les deux derniers mois de l'année après une quasi-stabilité à 0,9% entre août et octobre et à 1,4% au cours des sept premiers mois de l'année.

Graphique 1.4.7 : Évolution des prix des biens échangeables et non échangeables (en %)



Graphique 1.4.8 : Évolution des prix des biens échangeables et de l'inflation dans les pays partenaires (en %)



¹ L'indice des échangeables contient les produits importés ou qui sont exposés à la concurrence internationale sur les marchés intérieurs et extérieurs, tandis que celui des non échangeables regroupe les produits et services dont le prix n'est pas soumis à une concurrence d'origine externe.

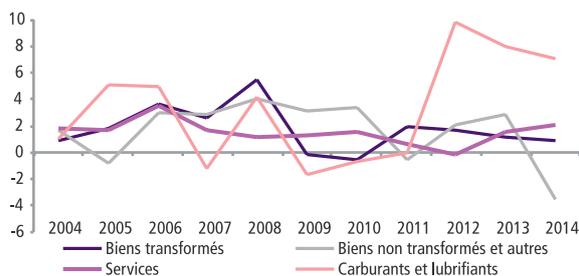
En parallèle, l'inflation des biens non échangeables est revenue de 1,7% en 2013 à 0,9% en 2014. Ce reflux est imputable principalement à la baisse de 0,9%, après une hausse de 1,8%, des « viandes fraîches » et au ralentissement de 6,9% à 3,3% de la progression des prix de l'« enseignement préélémentaire et primaire ».

1.4.3 Biens et services

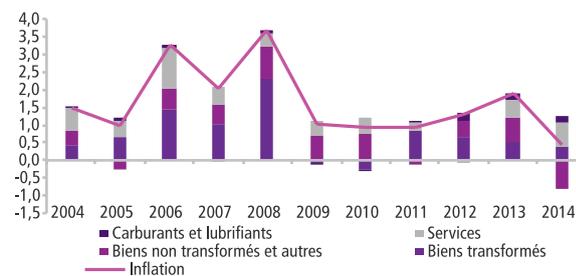
La ventilation des composantes du panier de l'IPC en biens et services indique que le ralentissement de l'inflation a principalement concerné les biens, les prix des services ayant augmenté à un rythme plus rapide que celui de l'année dernière.

En effet, l'indice des prix des biens transformés, hors carburants et lubrifiants, a enregistré une augmentation de 0,9% après celle de 1,2% une année auparavant. Pour leur part, les prix des biens non transformés, constitués principalement de produits alimentaires frais, ont accusé un repli de 3,5% contre une augmentation de 2,9% en 2013. Les prix des services ont vu, quant à eux, leur rythme de progression s'accroître de 1,5% à 2,1%, sous l'effet conjugué du relèvement des tarifs des services de distribution d'eau et d'électricité et de l'atténuation de la baisse des prix des « services de téléphonie et de télécopie ». Au total, la contribution des biens à l'inflation s'est établie à -0,4 point de pourcentage après 1,2 point en 2013, alors que celle des services est passée de 0,5 à 0,7 point de pourcentage.

Graphique 1.4.9 : Évolution des prix des Biens et Services (en %)



Graphique 1.4.10 : Contribution des prix des Biens et Services à l'inflation (en point de %)



1.4.4. Évolution des prix à la consommation par ville

L'analyse de l'inflation par ville montre qu'à l'exception de Tétouan, toutes les villes ont enregistré un ralentissement de l'inflation en 2014. Quatre d'entre elles ont même connu des baisses du niveau général des prix. Il s'agit en l'occurrence d'Al-Hoceima, Settat et Guelmim avec 0,2% et d'Oujda avec 0,1%. Pour les autres villes, l'inflation varie de 0% à Agadir à 1,1% à Fès. L'écart d'inflation entre les villes ressort ainsi à 1,3 point de pourcentage, en baisse de plus de moitié par rapport à 2013. En termes de niveau des prix, Casablanca reste depuis 2012 la ville la plus chère, alors que Safi continue d'afficher la valeur la plus faible de l'indice depuis 2009.

Tableau 1.4.4 : Evolution de l'IPC par ville

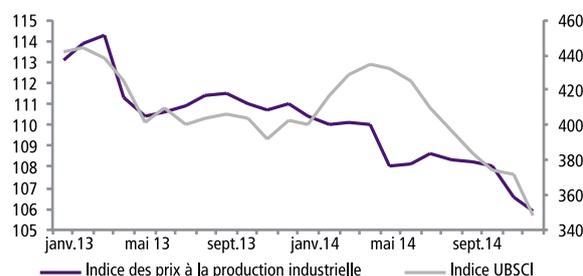
	Indices moyens annuels			Inflation (en %)	
	2012	2013	2014	2013	2014
Agadir	110,1	112,1	112,1	1,8	0,0
Casablanca	112,9	114,9	115,5	1,8	0,5
Fès	110,5	113,2	114,4	2,4	1,1
Kénitra	110,3	112,3	112,9	1,8	0,5
Marrakech	111,0	112,9	113,8	1,7	0,8
Oujda	109,6	112,6	112,5	2,7	-0,1
Rabat	108,4	110,5	111,5	1,9	0,9
Tétouan	112,0	112,0	112,4	0,0	0,4
Meknès	112,5	114,9	115,1	2,1	0,2
Tanger	111,7	114,7	115,1	2,7	0,3
Laâyoune	111,5	112,6	112,8	1,0	0,2
Dakhla	110,4	111,8	112,6	1,3	0,7
Guelmim	110,4	112,5	112,3	1,9	-0,2
Settat	111,4	112,7	112,5	1,2	-0,2
Safi	105,9	108,2	108,9	2,2	0,6
Beni-Mellal	111,1	111,7	111,9	0,5	0,2
Al-Hoceima	112,2	114,0	113,8	1,6	-0,2
National	110,8	112,9	113,4	1,9	0,4
Etendu (en points de %)				2,7	1,3

Sources : HCP et calculs de BAM.

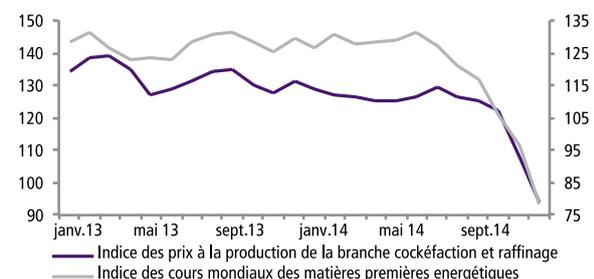
1.4.5. Évolution de l'indice des prix à la production industrielle

Dans un environnement caractérisé sur le plan externe par le recul des prix des matières premières, notamment énergétiques, et au niveau interne par la progression de la production des fruits et des légumes, les prix à la production des industries de transformation ont enregistré une baisse de 2,9% après celle de 1,8% en 2013.

Graphique 1.4.11 : Évolution de l'indice DJ-UBSCI¹ global et de l'indice des prix à la production industrielle (en niveau, base 100 en 2010)



Graphique 1.4.12 : Evolution de l'indice des cours mondiaux des produits énergétiques² et de l'indice des prix de la branche cockéfaction et raffinage (en niveau, base 100 en 2010)



1 L'indice Dow Jones-UBS Commodity (DJ-UBSCI) est composé de cotations des contrats à terme de 22 matières premières incluant des produits énergétiques et agricoles, des métaux précieux et des métaux de base.

2 Indice élaboré par la Banque mondiale.

Sources : HCP, DataStream, Banque mondiale et calculs BAM.

Par branche d'activité, cette évolution a concerné notamment l'« industrie alimentaire » dont les prix à la production ont reculé de 0,7% après une hausse de 1,5% en 2013. Cette baisse reflète l'accentuation de celle des cours internationaux de certains produits agricoles et la progression de la production locale, principalement d'agrumes, fruits et légumes frais. Au niveau de l'industrie chimique et des activités de raffinage, le reflux des cours mondiaux du phosphate et du pétrole s'est transmis aux prix à la production qui ont enregistré des diminutions respectives de 11,7% et de 8,1% après celles de 9,5% et de 7,8% en 2013.

L'impact de ces décélérations a été légèrement atténué par la progression de 0,5% des prix de l'industrie du textile, contre une baisse de 0,3%, et l'accélération de 0,1% à 2,4% du rythme de progression de ceux de l'industrie de « fabrication de produits en caoutchouc et en plastique ».

**Tableau 1.4.5 : Indice des prix à la production des industries manufacturières
(base 100=2010)**

Variation en %	2011	2012	2013	2014
Industries alimentaires	4,5	3,2	1,5	-0,7
Industries chimiques	36,7	2,1	-9,5	-11,7
Industrie textile	2,1	0,8	-0,3	0,5
Raffinage du pétrole	29,8	10,9	-7,8	-8,1
Indice général	10,6	2,9	-1,8	-2,9

Sources : HCP et calculs BAM

1.5 Finances publiques

Après une réduction sensible en 2013, le déficit budgétaire a poursuivi son redressement, enregistrant une légère atténuation en 2014. Il est revenu à 4,9% du PIB après 5,1% en 2013 et 7,2% en 2012, en ligne avec la programmation de la loi de finances 2014 et les engagements pris par le Maroc dans le cadre de la deuxième ligne de précaution et de liquidité du FMI¹.

En dépit de la baisse du produit de la TVA intérieure, les recettes ont augmenté de 3,2%, tirées essentiellement par des rentrées importantes en dons qui se sont élevées à 1,4% du PIB. En parallèle, la diminution de 21,5% de la charge de compensation a contribué à contenir la progression des dépenses ordinaires à 0,3%. Le solde ordinaire est ressorti ainsi positif, après trois années consécutives de déficit, permettant le financement d'une partie des dépenses d'investissement qui ont augmenté de 9% après un repli de 6,3% en 2013.

Tenant compte d'une réduction de 3,9 milliards de l'encours des arriérés de paiement, le déficit de caisse s'est élevé à 5,3% du PIB contre 5,8%. Ce besoin a été couvert à hauteur des trois-quarts par des financements intérieurs, le reste ayant été mobilisé de l'extérieur à travers principalement une émission obligataire d'un montant de 11,2 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le ratio de la dette du Trésor a augmenté de 0,9 point à 63,2% du PIB.

1.5.1 Loi de finances 2014

La loi de finances 2014 a été élaborée sur la base d'un taux de croissance de 4,2%, un prix du baril de pétrole à 105 dollars, un taux de change de 8,5 dirhams pour un dollar et une inflation de 2%. Elle s'est fixée une cible de 46,6 milliards, ou 4,9% du PIB, pour le déficit budgétaire, avec une hausse de 0,6% des dépenses globales et une diminution de 1% des ressources ordinaires. Elle a tablé sur une augmentation de 2,3% des dépenses ordinaires à 240,2 milliards de dirhams, avec une baisse de 12,5% de la charge de compensation à 35 milliards, et sur une réduction de 7,9% de celles d'investissement à 43,7 milliards. En parallèle, les recettes fiscales étaient prévues en légère amélioration de 0,6% à 204,7 milliards, recouvrant des régressions de 6,6% des recettes de l'impôt sur les sociétés et de 15,1% des droits de douane et une hausse pour les autres impôts et taxes. S'agissant des recettes non fiscales, elle a retenu une diminution de 11,9% à 24,5 milliards, en liaison avec des replis escomptés de 1,7 milliard des rentrées des monopoles à 10,8 milliards et de 1,3 milliard des dons en provenance des pays du CCG à 8,5 milliards.

¹ La ligne de précaution et de liquidité (LPL) est un instrument de financement du FMI. Elle est conçue pour répondre aux besoins réels ou potentiels de balance des paiements des pays membres qui mènent de bonnes politiques économiques mais demeurant exposés à certains facteurs de vulnérabilité.

Tableau 1.5.1 : Prévisions budgétaires de 2013 et 2014

	Loi de Finances 2013	Loi de Finances 2014	Variations en %	Variations en valeurs
Recettes ordinaires	234 554	232 231	-1,0	-2 323
Recettes fiscales ¹	203 486	204 686	0,6	1 200
Recettes non fiscales	27 868	24 545	-11,9	-3 323
Recettes de certains comptes spéciaux du Trésor	3 200	3 000	-6,3	-200
Dépenses totales	282 198	283 891	0,6	1 693
Dépenses ordinaires	234 726	240 150	2,3	5 424
Biens et services	148 262	156 703	5,7	8 441
Intérêts de la dette	22 392	23 935	6,9	1 543
Compensation	40 000	35 000	-12,5	-5 000
Transferts aux collectivités territoriales	24 072	24 512	1,8	440
Solde ordinaire	-173	-7 919		
Dépenses d'Investissement ²	47 471	43 741	-7,9	-3 730
Solde des autres comptes spéciaux du Trésor	4 000	5 100		
Solde budgétaire global	-43 644	-46 561		
En pourcentage du PIB	-4,8	-4,9		
Variation des arriérés	10 000	-7 984		
Besoin de financement	-33 644	-54 545		
Financement intérieur	10 060	32 751		
Financement extérieur	23 584	21 794		

¹ Incluant les 30% des recettes de la TVA transférées aux collectivités territoriales.

² Prévisions en termes d'émission.

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

Encadré 1.5.1 : Principales mesures fiscales de la loi de finances 2014

La loi de finances 2014 a mis en œuvre certaines recommandations issues des Assises Nationales sur la Fiscalité tenues en avril 2013. Il s'agit principalement de la taxation de l'agriculture et de réaménagements de la TVA.

Concernant la taxation de l'agriculture, un système d'imposition progressif a été instauré au titre de l'IS et de l'IR pour les exploitations ayant un chiffre d'affaires supérieur à 5 millions de dirhams (Tableau 1.5.1.1). Elles bénéficieront toutefois durant les cinq premières années d'imposition de taux réduits de 17,5% en matière d'IS et de 20% en matière d'IR.

Tableau E1.5.1.1 : Calendrier d'imposition des exploitations agricoles

Chiffre d'affaires en millions de dirhams	Date de début d'imposition
35 et plus	1 ^{er} janvier 2014
De 20 à moins de 35	1 ^{er} janvier 2016
De 10 à moins de 20	1 ^{er} janvier 2018
De 5 à moins de 10	1 ^{er} janvier 2020

En matière de TVA, la loi a retenu les taux de 10% ou de 20% pour certains biens et services auparavant exonérés ou soumis aux taux de 7% ou de 14% (Tableau 1.5.1.2). Elle a également supprimé la règle de décalage d'un mois et introduit une mesure visant le remboursement du crédit de TVA cumulé jusqu'à fin 2013.

Tableau E1.5.1.2 : Réaménagement des taux de la TVA

Produits ou services	Avant la LF 2014	Taux décidés par la LF 2014
Matériels à usage agricole	Exonéré	10%
Restauration fournie par l'entreprise à son personnel salarié	Exonéré	10%
Bois en grumes	Exonéré	10%
Aliments destinés à l'alimentation du bétail et des animaux de basse-cour	7%	10%
Raisins secs et figues sèches	Exonéré	20%
Engins et filets de pêche	Exonéré	20%
Acquisitions effectuées par l'Université Al Akhawayn	Exonéré	20%
Margarines et graisses alimentaires	14%	20%
Véhicules utilitaires	14%	20%

Les autres mesures concernent :

- L'institution d'un traitement fiscal simplifié en faveur des personnes physiques exerçant à titre individuel en tant qu'auto-entrepreneur. Ce régime prévoit en matière d'IR, l'application pour les activités commerciales, industrielles et artisanales d'un taux de 1% du CA lorsque ce dernier ne dépasse pas 500.000 dirhams et pour les prestataires de services d'un taux de 2% lorsqu'il ne dépasse pas 200.000 dirhams.
- La réduction de 55% à 40 % du taux d'abattement applicable aux pensions et rentes viagères en matière d'IR lorsque le montant brut dépasse 168.000 dirhams annuellement.
- L'introduction d'une cotisation minimale au titre de l'IR sur les revenus professionnels de 1.500 dirhams et révision de celle relative à l'IS de 1.500 à 3.000 dirhams.
- L'exonération totale et permanente de l'IS au profit du « Fonds Afrique 50 ». Ce fonds, domicilié à Casa Finance City, a été créé par la Banque Africaine de Développement, lors de son assemblée annuelle de mai 2013, en vue de financer les grands projets d'infrastructure en Afrique.
- L'instauration d'un droit de timbre additionnel applicable aux véhicules d'une valeur hors taxes de 400.000 dirhams et plus lors de la 1ère immatriculation, selon le barème suivant :

Tableau E1.5.1.3 : Droit de timbre additionnel

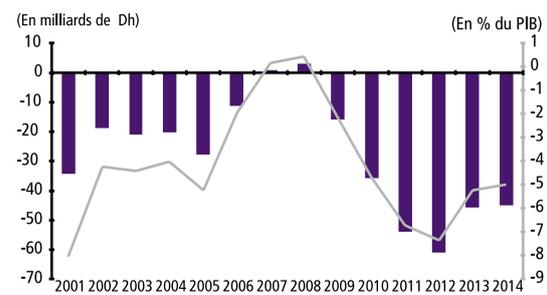
Valeur du véhicule en dirhams (hors TVA)	Taux (%)
De 400.000 à 600.000	5
De 600.001 à 800.000	10
De 800.001 à 1.000.000	15
Supérieure à 1.000.000	20

1.5.2 Exécution de la loi de finances 2014

Les recettes ordinaires¹ ont connu un accroissement de 3,2% à 236,1 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 101,7%. Pour leur part, les dépenses ordinaires ont été exécutées à hauteur de 97%, en augmentation de 0,3% à 232,9 milliards. Aussi, après trois années successives de déficits, le solde ordinaire ressort excédentaire à 3,1 milliards, contribuant ainsi au financement des dépenses d'investissement qui ont atteint 52,5 milliards, en progression de 9% par rapport à 2013. Compte tenu d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 4,5 milliards, le déficit budgétaire s'est chiffré à 44,9 milliards après 45,7 milliards, représentant ainsi 4,9% du PIB contre 5,1%.

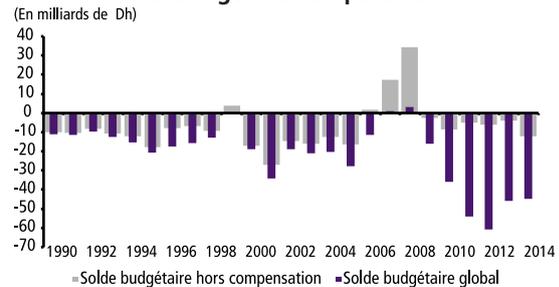
Le stock des arriérés est revenu à 13,4 milliards en réduction de 3,9 milliards d'une année à l'autre. Le déficit de caisse s'est ainsi réduit à 48,8 milliards de dirhams, soit 5,3% du PIB, au lieu de 52 milliards ou 5,8% du PIB en 2013.

Graphique 1.5.1 : Evolution du solde budgétaire



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

Graphique 1.5.2 : Evolution du solde budgétaire hors charges de compensation



Ressources ordinaires

L'augmentation des ressources ordinaires du Trésor reflète essentiellement la hausse notable des dons provenant des pays du CCG. En revanche, en raison de la progression limitée des activités non agricoles, les recettes fiscales n'ont progressé qu'à un rythme limité de 1,6% à près de 200 milliards, ramenant la pression fiscale² à 21,6% au lieu de 21,8% en 2013 et de 23,3% en moyenne entre 2008 et 2012.

Les impôts directs se sont légèrement améliorés de 0,3% à 77,6 milliards après une baisse de 1,9% en 2013. Sous l'effet de l'opération de cession de 53% du capital de Maroc Telecom par son actionnaire principal, les recettes de l'IS se sont accrues de 2,1% à 41,3 milliards. Hormis cette opération, elles ressortent en baisse de 0,6%. Pour sa part, le produit de l'IR a totalisé 34,3 milliards, en augmentation de 0,7%, recouvrant en particulier une diminution de 7,4% des recettes au titre des profits immobiliers et un accroissement de 5,2% de celles relatives aux salaires publics³.

1 Y compris la part du produit de la TVA transférée aux collectivités territoriales et hors recettes de privatisation.

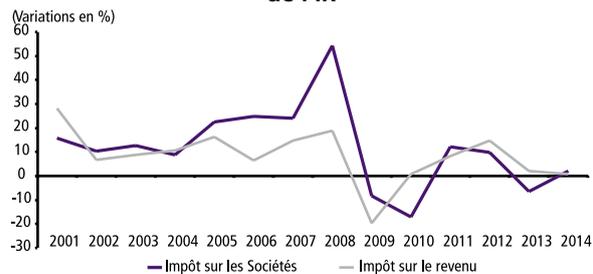
2 Ratio des recettes fiscales au PIB nominal.

3 Données de la Direction des Dépenses de Personnel relevant de la Trésorerie Générale du Royaume. Celle-ci centralise près de 89% de la masse salariale de l'administration centrale.

S'agissant des taxes indirectes, leur produit a augmenté de 0,7% à 98,8 milliards de dirhams, attribuable essentiellement à la progression des rentrées des TIC de 4,3% à 23,8 milliards, avec des hausses de 4,5% pour les produits énergétiques et de 5,9% pour les tabacs manufacturés. En revanche, les recettes de la TVA ont accusé une légère baisse de 0,4% à 75 milliards, consécutivement au recul de 1,2% de celles de la TVA intérieure à 28,6 milliards. Cette diminution s'explique en partie par la suppression de la règle de décalage d'un mois en matière de déductions et l'accélération des remboursements de la TVA au titre des logements sociaux. A l'inverse, les recettes de la TVA à l'importation se sont accrues de 0,2% à 46,4 milliards et les droits de douane de 0,7% à 7,7 milliards.

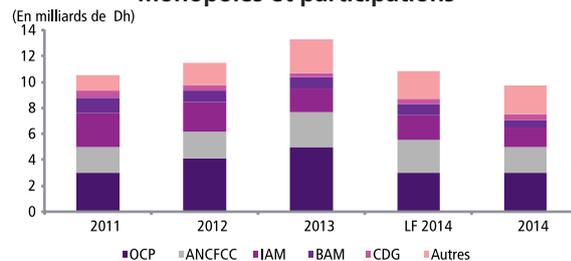
Les rentrées des droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 16,3% à 15,8 milliards, suite au recouvrement d'une recette de 1,4 milliard liée à la cession d'une partie du capital de Maroc Telecom, ainsi qu'à l'accroissement du produit de la Taxe spéciale annuelle sur les véhicules automobiles.

Graphique 1.5.3 : Evolution des recettes de l'IS et de l'IR



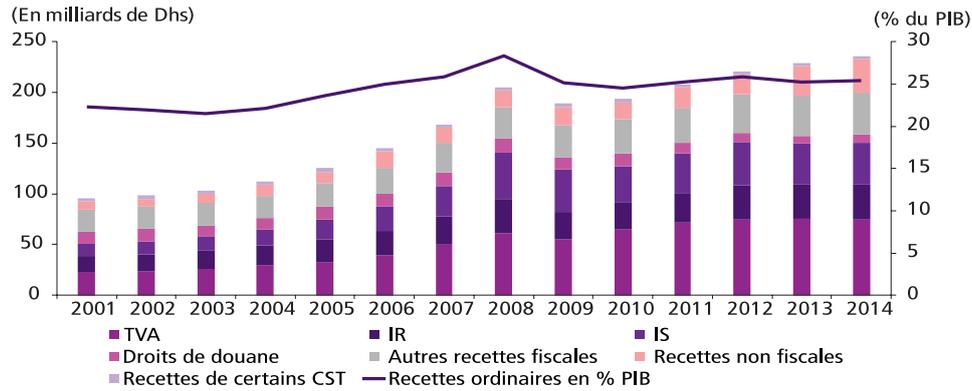
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Graphique 1.5.4 : Evolution des recettes de monopoles et participations



Après un accroissement de 52,4% en 2013, les recettes non fiscales ont progressé de 14,6% à 33,1 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 135%. Cette amélioration s'explique principalement par l'encaissement de dons du CCG pour un montant de 13,1 milliards après 5,2 milliards une année auparavant. Hors dons, ces recettes ont accusé une baisse de 15,7%, recouvrant notamment un repli de 2 milliards des fonds de concours et de 3,6 milliards des produits de monopoles et participations, ainsi qu'une augmentation de 1,2 milliard des « recettes en atténuation des dépenses ». Les principaux contributeurs sont l'OCP avec un montant de 3 milliards contre 5 milliards en 2013 et l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie avec 2 milliards contre 2,7 milliards. En outre, Maroc Telecom a versé 1,4 milliard, après 1,8 milliard, et Bank Al-Maghrib 628 millions au lieu de 944 millions un an auparavant.

Graphique 1.5.5 : Evolution des recettes ordinaires du Trésor



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

Tableau 1.5.2 : Situation des charges et ressources du Trésor

	Année 2013 ¹	Année 2014	Variations en %	Taux d'exécution par rapport à la loi de finances 2014
Recettes ordinaires	228 777	236 076	3,2	101,7
Recettes fiscales	196 765	199 948	1,6	97,7
- Impôts directs	77 390	77 600	0,3	100,6
Impôt sur les sociétés	40 417	41 260	2,1	103,9
Impôt sur le revenu	34 081	34 325	0,7	97,7
- Impôts indirects	98 135	98 843	0,7	94,0
Taxe sur la valeur ajoutée ²	75 260	74 994	-0,4	91,8
Taxe intérieure de consommation	22 875	23 849	4,3	101,8
- Droits de douane	7 681	7 738	0,7	100,2
- Droits d'enregistrement et de timbre	13 559	15 767	16,3	107,6
Recettes non fiscales³	28 916	33 142	14,6	135,0
Dons des pays du CCG	5 161	13 120	154,2	154,4
Recettes de certains Comptes Spéciaux du Trésor	3 096	2 986	-3,6	99,5
Dépenses globales	280 475	285 442	1,8	100,5
Dépenses ordinaires	232 280	232 934	0,3	97,0
Biens et services	145 600	153 004	5,1	97,6
- Personnel	99 044	101 645	2,6	98,0
- Autres biens et services	46 556	51 359	10,3	96,9
Intérêts de la dette publique	22 502	24 784	10,1	103,5
- Intérieure	18 620	21 055	13,1	102,3
- Extérieure	3 882	3 729	-4,0	111,4
Compensation	41 600	32 648	-21,5	93,3
Transferts aux collectivités territoriales	22 578	22 498	-0,4	91,8
Solde ordinaire	-3 503	3 142		
Dépenses d'investissement	48 195	52 509	9,0	120,0
Solde des autres Comptes Spéciaux du Trésor	6 009	4 500		
Solde primaire	-23 187	-20 083		
Solde budgétaire global	-45 689	-44 867		
Variation des arriérés	-6 350	-3 891		
Besoin de financement	-52 039	-48 757		
Financement intérieur	37 030	37 647		
Financement extérieur	15 009	9 064		
- Tirages	23 015	17 457		
- Amortissements	-8 006	-8 393		
Privatisation	0	2 046		

1 Chiffres révisés.

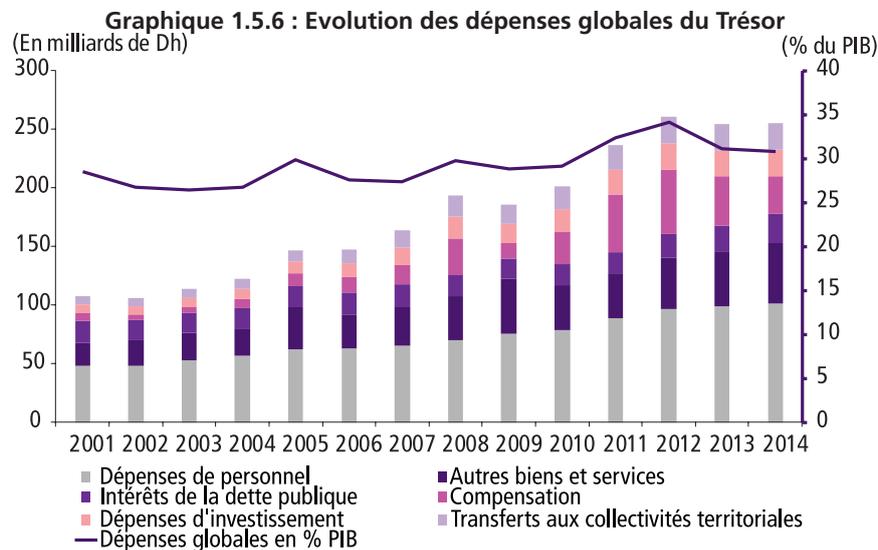
2 Incluant les 30% des recettes de la TVA transférées aux collectivités territoriales.

3 Hors recettes de privatisation.

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

Dépenses globales

Après une réduction de 3,1% en 2013, les dépenses globales ont augmenté de 1,8% en 2014 à 285,4 milliards de dirhams, reflétant une progression de 0,3% des charges ordinaires à 232,9 milliards et de 9% des investissements à 52,5 milliards.



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

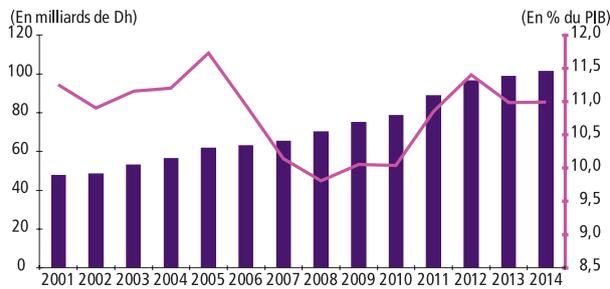
Au niveau des dépenses ordinaires, les charges de fonctionnement se sont alourdies de 5,1% à 153 milliards de dirhams. Ainsi, la masse salariale s'est accrue de 2,6% à 101,6 milliards, conséquence en particulier d'une création nette de plus de 4.600 postes d'emplois et du relèvement du salaire minimum de 2.800 à 3.000 dirhams par la suppression de l'échelle 5.

Entre 2006 et 2014, période postérieure à l'opération de départ volontaire à la retraite, la masse salariale a augmenté de 61%, résultat de la progression de 9,7% de l'effectif des fonctionnaires et de l'appréciation de 43,7% du salaire moyen net, soit une hausse de 4,7% annuellement à prix courants et de 3% en termes réels. En pourcentage du PIB, la masse salariale a évolué au cours de cette période de 10,9% en 2006 à 11,4% en 2012, niveau proche de celui de 2005, avant de se stabiliser à 11% en 2013 et 2014.

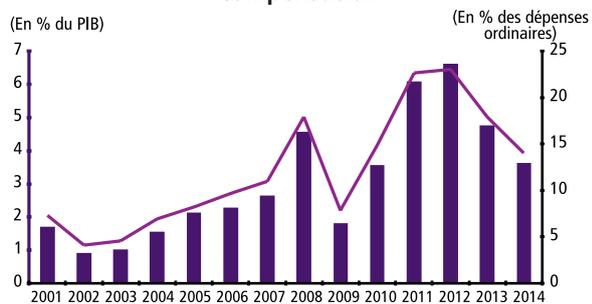
Exécutées à hauteur de 97%, les dépenses au titre des autres biens et services ont enregistré une hausse de 10,3% à 51,4 milliards, sous l'effet de l'accroissement des transferts à la Caisse Marocaine des Retraites de 15,4% et aux divers établissements publics de 22,2%.

Concernant la charge de compensation, elle s'est allégée de 21,5% à 32,6 milliards ou 3,5% du PIB, sous l'effet de la décompensation du fuel et du super sans plomb, de la réduction progressive de la subvention unitaire du gasoil, ainsi que de la diminution des cours du pétrole. Par produit,

la compensation a baissé de 44,2% à 8,9 milliards pour le gasoil, de 60,7% à 1,8 milliard pour le fuel, alors qu'elle a légèrement augmenté de 0,6% à 13,2 milliards pour le gaz butane.

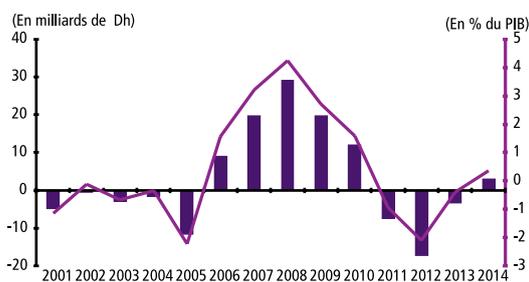
Graphique 1.5.7 : Evolution de la masse salariale

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

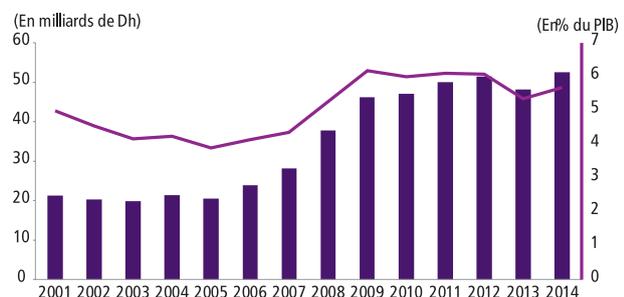
Graphique 1.5.8 : Evolution des dépenses de compensation

Quant aux charges des intérêts de la dette du Trésor, elles ont enregistré une hausse de 10,1% à 24,8 milliards, recouvrant un accroissement de 13,1% pour la dette intérieure et une diminution de 4% pour celle extérieure.

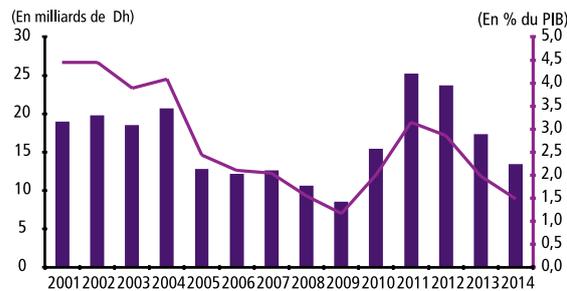
Le budget ordinaire a dégagé ainsi un excédent de 3,1 milliards, après trois années consécutives de déficit, contribuant ainsi au financement des dépenses d'investissement à hauteur de 6%. Ces dernières, après une baisse de 6,3% en 2013, ont progressé de 9% à 52,5 milliards, soit un taux d'exécution de 120% au lieu de 102% une année auparavant.

Graphique 1.5.9 : Evolution du solde ordinaire

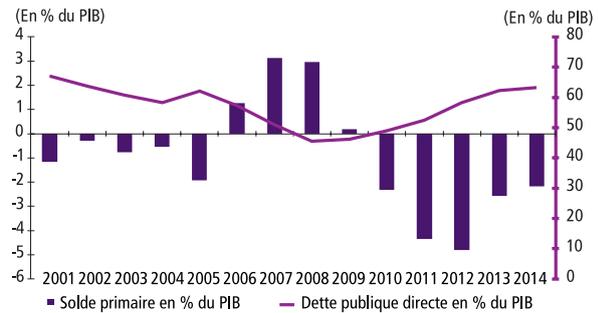
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Graphique 1.5.10 : Dépenses d'investissement

Compte tenu d'un solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 4,5 milliards, le déficit budgétaire s'est réduit à 44,9 milliards ou 4,9% du PIB au lieu de 45,7 milliards ou 5,1% du PIB en 2013. Après un pic de 25,3 milliards en 2011, les arriérés de paiement se sont inscrits en baisse, s'établissant à 13,4 milliards en 2014, en liaison principalement avec l'apurement de ceux dus au titre de la compensation. Le déficit de caisse est ressorti ainsi à 48,8 milliards de dirhams, en allègement de 3,3 milliards par rapport à 2013.

Graphique 1.5.11 : Evolution du stock des arriérés de paiement

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

Graphique 1.5.12 : Evolution du solde primaire et de la dette publique directe

1.5.3 Financement du Trésor

La réduction du besoin de financement du Trésor et la mobilisation d'un volume important de ressources à travers ses propres circuits financiers¹ ont permis de limiter considérablement son recours au marché des adjudications et d'abaisser son financement extérieur. Le Trésor a aussi bénéficié de conditions de financement favorables, comme l'indique la diminution du taux moyen pondéré des émissions malgré l'allongement de leurs maturités. En outre, il a réalisé une recette de privatisation de 2 milliards de dirhams au titre de la cession de ses parts dans le capital de la Banque Centrale Populaire.

Financement intérieur

Le recours du Trésor au marché intérieur a augmenté de 617 millions pour s'établir à 37,6 milliards. Les fonds mobilisés proviennent à hauteur de 26,2 milliards de ses propres circuits financiers et de 11,4 milliards des émissions nettes sur le marché des adjudications, en baisse de 76,1%. Traduisant l'effort du Trésor d'améliorer la structure de sa dette, les nouvelles émissions ont porté principalement sur des maturités longues² avec une part de 54,6% contre 14,1% en 2013. La ventilation par détenteurs indique que les souscriptions nettes ont atteint 37,2 milliards pour les assurances et les organismes de prévoyance sociale et 1,6 milliard pour la CDG. En revanche, les banques et les autres institutions financières se sont désengagées pour un montant de 8,2 milliards chacune, les OPCVM pour 4,5 milliards et les entreprises non financières, dont le Fonds Hassan II pour le développement économique et social, pour 4,1 milliards.

¹ Il s'agit notamment des dépôts auprès des services bancaires de la Trésorerie Générale du Royaume.

² Maturités de 5 ans et plus.

Encadré 1.5.2 : Conditions de financement du Trésor sur le marché domestique en 2014

Dans un contexte marqué par la poursuite du redressement du déficit budgétaire et l'assouplissement des conditions monétaires, le Trésor a bénéficié de conditions favorables pour son financement sur le marché domestique.

Les nouvelles émissions ont totalisé 110,2 milliards de dirhams contre 175,2 milliards en 2013 et une moyenne de 108 milliards entre 2010 et 2012. Le recul des émissions en 2014 reflète en plus de la baisse du besoin de financement du Trésor, une importante amélioration de sa trésorerie.

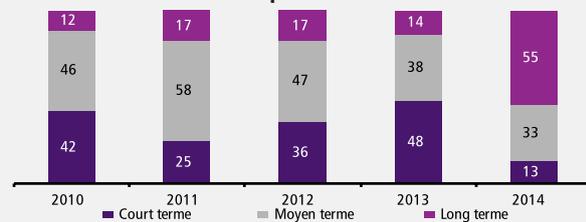
Contrairement à 2013 où elles ont porté à hauteur de 48% sur les maturités courtes, les levées du Trésor en 2014 ont été orientées vers les maturités longues. En effet, près de 55% des souscriptions ont concerné des maturités longues contre 14% en 2013 et 15% en moyenne entre 2010 et 2012. En revanche, la part des maturités moyennes a poursuivi sa tendance baissière, revenant de 46% en 2010 à 33% en 2014.

La durée moyenne des émissions s'est établie à 9,7 ans, contre 3 ans en 2013 et 4,2 ans en moyenne entre 2010 et 2012.

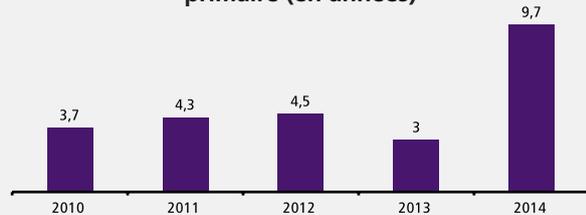
En dépit de l'allongement de la maturité, le taux moyen pondéré des émissions du Trésor a légèrement baissé revenant de 4,5% à 4,4% reflétant une baisse des taux de l'ensemble des maturités.

Cette diminution s'est accentuée après les deux décisions de la Banque Centrale d'abaisser son taux directeur de 3% à 2,75% en septembre, puis à 2,50% en décembre. En effet, les taux des bons du Trésor ont accusé, entre septembre et décembre, d'importants replis sur le marché primaire, allant de 59 points de base pour la maturité de 15 ans à 142 points pour la maturité de 10 ans. Pour les maturités de 52 semaines et 5 ans, les replis ont été de 40 points et 56 points respectivement.

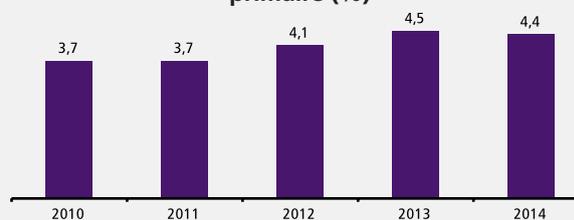
Graphique E1.5.2.1 : Ventilation des émissions du Trésor par maturité



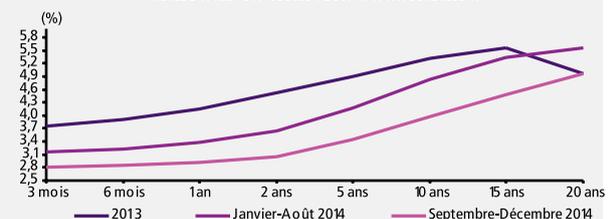
Graphique E1.5.2.2 : Evolution de la maturité moyenne des émissions du Trésor sur le marché primaire (en années)



Graphique E1.5.2.3 : Evolution du taux moyen pondéré par les émissions du Trésor sur le marché primaire (%)



Graphique E1.5.2.4 : Evolution de la courbe des taux sur le marché secondaire



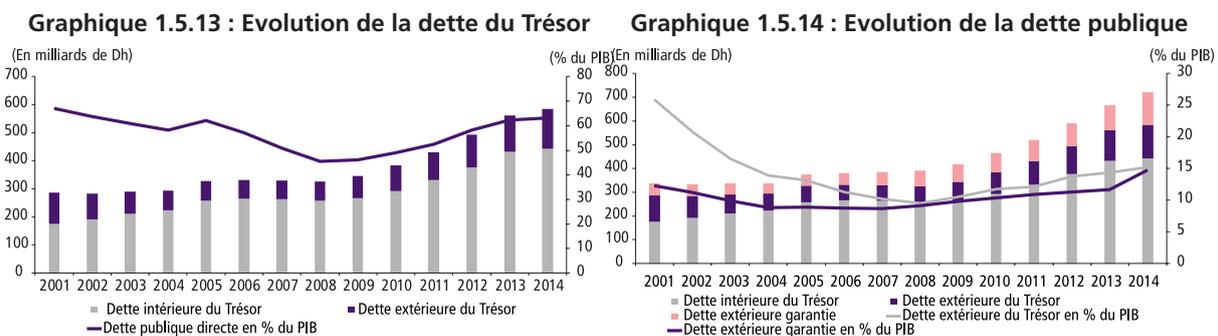
Financement extérieur

Concernant le financement extérieur, le Trésor a mobilisé moins de ressources qu'en 2013, avec un flux net de 9,1 milliards au lieu de 15 milliards. Les tirages bruts ont accusé une baisse de 24,1% à 17,5 milliards de dirhams dont 11,2 milliards mobilisés sur le marché financier international et 5,7 milliards auprès des institutions internationales. En particulier, les tirages auprès de la Banque mondiale ont totalisé 3,4 milliards, contre 10,7 milliards en 2013, et ceux auprès de la Banque Africaine de Développement sont revenus de 2,1 milliards à 1,6 milliard. En parallèle, les remboursements du principal ont progressé de 4,8% à 8,4 milliards, réalisés au profit des institutions internationales à hauteur de 5 milliards et des créanciers bilatéraux pour 3,4 milliards, soit des niveaux proches de ceux de 2013.

1.5.4 Endettement public

L'endettement du Trésor a poursuivi sa tendance haussière entamée en 2010 avec toutefois une atténuation de sa progression en 2014. Son ratio au PIB s'est établi à 63,2% contre 62,3% en 2013 et 49% en 2010 et son encours à 584,2 milliards de dirhams, en hausse annuelle moyenne de 11% durant la même période. En revanche, son coût moyen¹ a diminué de 5,1% en 2010 à 4,6% en 2013 et à 4,4% en 2014 et sa durée de vie moyenne est passée respectivement de 5,7 ans à 5,5 ans et à 6,5 ans.

L'analyse de l'évolution de la dette publique directe en 2014 fait ressortir des contributions de même niveau de ses deux composantes interne et externe. La dette intérieure du Trésor a augmenté de 2,6% pour s'établir à 443,2 milliards, représentant ainsi 47,9% du PIB, soit le même ratio qu'en 2013. Pour sa part, la dette extérieure du Trésor a enregistré un accroissement de 8,6% de son encours à 141 milliards et de 0,8 point de pourcentage de son ratio au PIB à 15,7%. La structure de cette dernière par devise montre une prédominance de l'Euro, dont la part s'est renforcée de 77,2% à 78,8%, tandis que la part du dollar US a augmenté de 0,3 point de pourcentage à 13,6%.



¹ Calculé comme le rapport entre les intérêts de la dette payés l'année en cours et le stock de la dette de l'année précédente.

Concernant la dette extérieure garantie, elle a connu une hausse de 30,3% à 136,7 milliards, représentant 14,8% du PIB contre 11,6% en 2013. Au total, l'encours de la dette publique s'est accru de 8,2% à 721 milliards¹, représentant 78% du PIB au lieu de 74%.

Tableau 1.5.3 : Situation de l'endettement public

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
I- Dette intérieure du Trésor (1+2)	263,8	257,5	266,4	292,3	331,3	376,8	431,8	443,2
En % du PIB	40,7	35,9	35,6	37,2	40,4	44,4	47,9	47,9
1- Adjudications des bons du Trésor	259,6	252,7	257,9	277,8	314,2	356,7	413,0	426,1
En % du PIB	40,1	35,2	34,5	35,4	38,3	42,1	45,8	46,1
2- Autres instruments de la dette intérieure	4,2	4,9	8,5	14,4	17,1	20,1	18,9	17,2
En % du PIB	1,1	1,2	2,0	3,1	3,3	3,4	2,8	2,4
II- Dette extérieure du Trésor	65,9	68,3	78,7	92,4	99,6	116,9	129,8	141,0
En % du PIB	10,2	9,5	10,5	11,8	12,1	13,8	14,4	15,2
III- Encours de la dette directe (I+II)	329,8	325,8	345,2	384,6	430,9	493,7	561,6	584,2
En % du PIB	50,9	45,4	46,1	49,0	52,5	58,2	62,3	63,2
IV- Dette extérieure garantie	56,1	65,5	73,5	81,5	89,5	95,8	104,9	136,7
En % du PIB	8,7	9,1	9,8	10,4	10,9	11,3	11,6	14,8
Dette publique extérieure (II+IV)	122,1	133,7	152,3	173,8	189,1	212,7	234,7	277,7
En % du PIB	18,9	18,7	20,3	22,2	23,1	25,1	26,0	30,0
Encours de la dette publique (III+IV)	385,9	391,3	418,7	466,1	520,5	589,5	666,6	721,0
En % du PIB	59,6	54,6	55,9	59,4	63,5	69,5	74,0	78,0
PIB à prix courants	647,5	717,0	748,5	784,6	820,1	847,9	901,4	924,8

Chiffres en milliards de dirhams, sauf indication contraire.

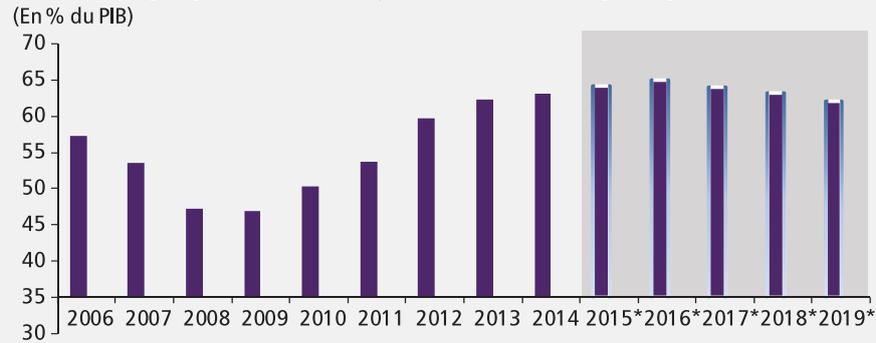
Sources : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE) et HCP.

Encadré 1.5.3 : Analyse de la soutenabilité de la dette

L'exercice de simulation de l'évolution de la dette sur la période 2015-2019 repose sur les prévisions budgétaires de la loi de finances 2015 et les perspectives macroéconomiques établies par Bank Al-Maghrib. Le scénario de base suppose notamment une croissance moyenne de 4,6%, une inflation moyenne de 1,9% et un déficit autour de 3% du PIB entre 2017 et 2019.

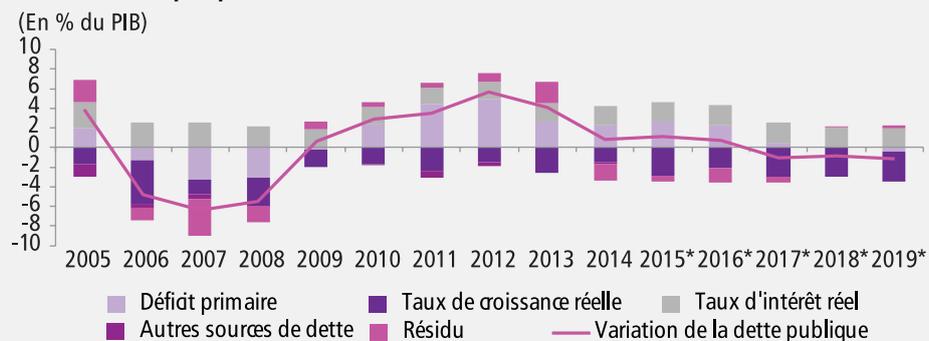
Il en ressort que la tendance à la hausse du ratio de la dette observée depuis 2010 devrait amorcer un retournement à partir de 2017 (Graphique E1.5.3.1) sous l'effet de la poursuite de la réduction entamée en 2013 du ratio du déficit au PIB. Le ratio de la dette devrait ainsi passer de 63,2% en 2014, à 65,1% en 2016 et à 62,1% en 2019. En outre, une amélioration de la croissance d'un point de pourcentage à 5,6% en moyenne, se traduirait par une réduction moyenne de la dette de 1,9 point par rapport au scénario de base sur la période 2015-2019.

¹ Ces données ne comprennent pas la dette intérieure garantie dont les chiffres ne seront publiés qu'en octobre 2015 (PLF 2016). Il est à noter, à titre indicatif, que l'encours de cette dette a été de 20,3 milliards de dirhams au premier semestre 2014 et de 19,6 milliards à fin 2013, représentant pour cette dernière année 4,4% du total de la dette intérieure du Trésor et 2,1% du PIB.

Graphique E1.5.3.1 : Projections de la dette publique directe

* Prévisions Bank Al-Maghrib

En termes de déterminants de la dynamique de la dette publique directe, la croissance et les taux d'intérêt ont un impact important qui dépasse parfois celui du déficit primaire. Toutefois, face aux effets contrebalancés entre le taux d'intérêt et le taux de croissance, la contribution du déficit primaire reste centrale et permet de faire basculer le niveau de la dette. Entre 2015 et 2019, la croissance devrait contribuer à réduire la dette de 2,8 points de pourcentage en moyenne, alors que le taux d'intérêt et le déficit primaire devraient participer à l'alourdir de 2 points et de 1 point, respectivement.

Graphique E1.5.3.2 : Contributions à la variation de la dette

Sources : MEF, calculs et prévisions de Bank Al-Maghrib

Notes :

- Le « résidu » inclut les modifications au niveau des actifs publics et les changements au niveau du taux de change.
- Les « autres sources de dette » correspondent aux privatisations (inscrites en négatif) et la concrétisation des passifs implicites.

1.6 Balance des paiements

Les comptes extérieurs ont été marqués en 2014 par un redressement notable de la balance commerciale. Les exportations se sont améliorées de 7,9% traduisant la poursuite de la dynamique des ventes du secteur automobile et une reprise de celles des dérivés de phosphates. En parallèle, les importations se sont quasiment stabilisées à leur niveau de 2013, les baisses de la facture énergétique et des achats de biens d'équipement ayant été compensées par les hausses des approvisionnements en produits alimentaires et en biens de consommation.

L'année a été en outre marquée par un afflux important de dons de 12,7 milliards de dirhams. Les recettes voyages ont, pour leur part, enregistré un accroissement limité à 2,9% dans un contexte d'inquiétudes liées à la sécurité dans certains pays de la région. Les transferts des Marocains résidant à l'étranger continuent également d'afficher une résilience face à la persistance du chômage dans les principaux pays d'accueil, avec une hausse de 3,6%. Dans ces conditions, le compte courant s'est de nouveau allégé, revenant de 7,9%¹ à 5,6% du PIB.

S'agissant du compte financier, les entrées au titre des investissements directs étrangers ont atteint 36,5 milliards de dirhams, montant proche de leur niveau exceptionnel de l'année précédente, et les prêts aux entreprises non financières se sont fortement accrus, passant de 11,2 milliards à 28,1 milliards. Au total, les réserves de change se sont renforcées de 20,3% à 180,8 milliards, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services.

Tableau 1.6.1 : Evolution des principales composantes des comptes extérieurs en % du PIB

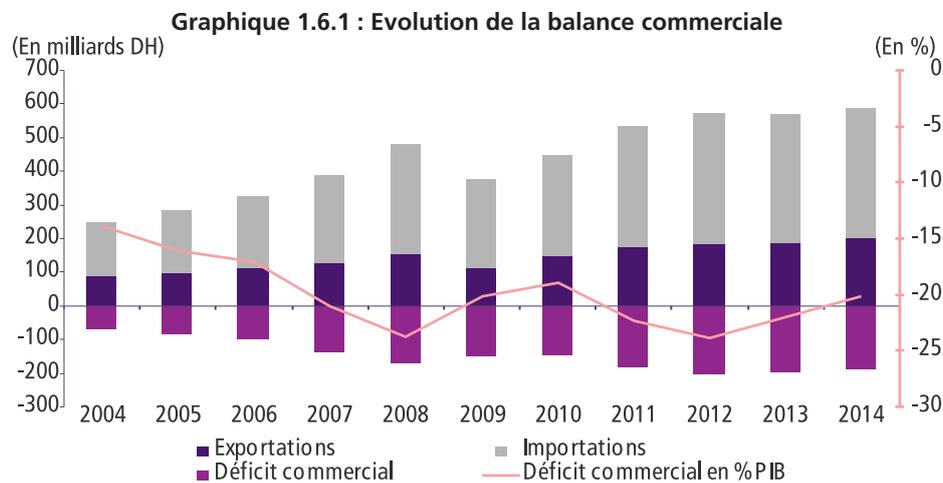
	2001-2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Compte courant	2,4	-5,0	-5,3	-4,4	-7,9	-9,5	-7,9	-5,6
Déficit commercial	14,3	23,8	20,2	18,9	22,3	23,8	22,0	20,1
Recettes des voyages (▲ %)	15,8	-5,3	-4,9	6,8	4,4	-1,8	-0,4	2,9
Recettes des MRE (▲ %)	15,0	-3,5	-5,4	8,3	7,4	-3,8	3,0	3,6
Compte financier	-2,0	5,5	5,9	4,7	8,2	9,8	7,2	5,1
Flux net des Investissements directs	3,5	2,7	2,1	1,7	2,5	2,8	3,1	3,3
Crédits commerciaux	0,6	0,1	0,3	0,6	1,1	1,2	1,6	0,8
Prêts	-1,9	1,6	3,0	3,0	1,7	2,7	3,5	4,2
RIN en mois d'importations	8,9	6,1	7,3	6,9	5,2	4,1	4,4	5,3

Sources : Office des changes et calcul BAM.

1 Chiffre révisé conformément à la 6ème édition du manuel de la balance des paiements du FMI.

1.6.1 Evolution de la balance commerciale

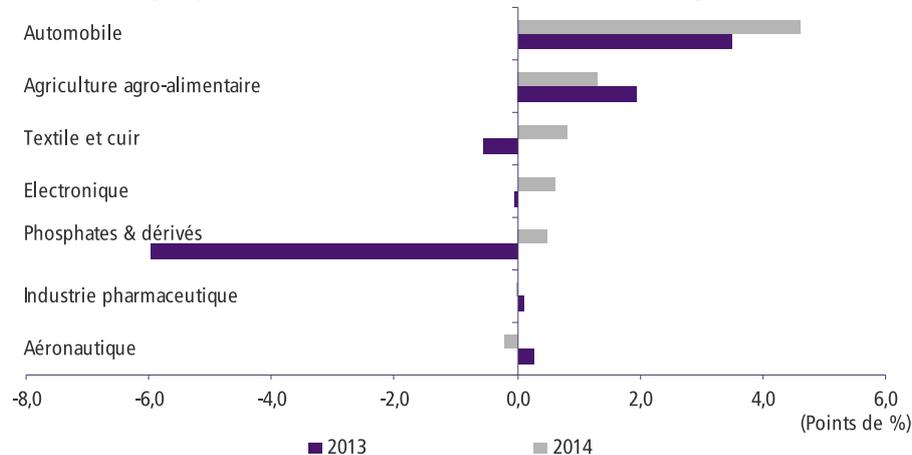
Le déficit commercial s'est de nouveau allégé en 2014, enregistrant une baisse de 6,2% à 186,1 milliards de dirhams. Toutefois, son ratio au PIB, quoiqu'en retrait, demeure élevé, ressortant à 20,1% contre 22% en 2013. Les exportations ont augmenté de 7,9% à 200 milliards, alors que les importations se sont stabilisées à 386,1 milliards, portant ainsi le taux de couverture à 51,8%.



Source : Office des changes.

La progression des exportations reflète la poursuite de la performance du secteur automobile dont les expéditions se sont accrues de 26,8% portant ainsi sa part de 17,1% à 20,1%. Cette dynamique résulte principalement de l'augmentation de 52,8% des ventes de la construction automobile et de 10,7% de celles de câblage. Le nombre de voitures exportées, principalement vers le marché européen, a atteint 192 mille unités d'une valeur de 40,1 milliards contre 144 mille ou 31,7 milliards en 2013.

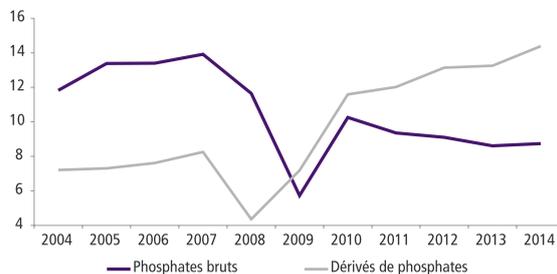
Graphique 1.6.2 : Contributions à l'évolution des exportations



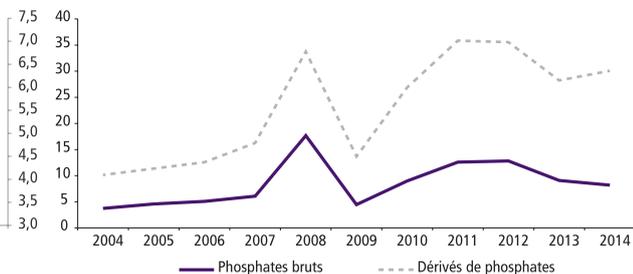
Source : Office des changes.

Après une forte baisse en 2013, les exportations de phosphates et dérivés ont affiché une hausse de 2,5% à 38,3 milliards de dirhams. Les expéditions des dérivés ont augmenté de 6,5% traduisant une amélioration de 6,6% des quantités exportées et une quasi stabilité des prix. En revanche, les ventes des phosphates bruts ont diminué de 9,8%, avec une régression de 11,2% des prix et une progression de 1,5% des quantités. La part de ces dernières dans le total des exportations de l'OCP s'est inscrite dans une tendance baissière depuis 2008, en ligne avec la stratégie d'investissement du Groupe visant à valoriser sa production en augmentant la capacité de transformation des phosphates bruts en produits dérivés.

Graphique 1.6.3 : Evolution des exportations des phosphates et dérivés en volume (en milliards de tonne)



Graphique 1.6.4 : Evolution des exportations du phosphate et dérivés (en milliards dh)



Source : Office des changes

Les expéditions du secteur de l'agriculture et de l'agro-alimentaire¹ ont maintenu leur contribution à l'amélioration des exportations avec un nouvel accroissement de 6,9% à 38,7 milliards, en liaison pour l'essentiel avec la hausse de 9,1% des ventes de l'industrie alimentaire à 21,9 milliards. En revanche, les exportations des produits agricoles ont accusé un recul de 4,2% qui a concerné notamment les tomates et les agrumes.

Parallèlement, après une diminution en 2013, les expéditions du secteur textile ont repris leur hausse avec un taux de 4,5% à 33,5 milliards de dirhams, les ventes de vêtements confectionnés ayant progressé de 5,8% et celles d'articles de bonneterie de 1,1%.

Pour les exportations des autres secteurs, celles de l'électronique ont enregistré une augmentation de 14,8%, contre un repli de 3,9% aussi bien pour l'aéronautique que pour l'industrie pharmaceutique.

Tableau 1.6.2 : Structure des exportations par secteur (en %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Phosphates et dérivés	17,8	33,0	16,0	24,0	27,7	26,2	20,1	19,1
Agriculture et Agro-alimentaire	20,8	18,0	24,0	19,7	17,9	17,7	19,5	19,4
Textile et Cuir	27,1	20,0	26,1	20,3	18,4	17,9	17,3	16,7
Automobile	10,1	8,8	10,6	12,3	13,3	13,6	17,1	20,1
Electronique	5,9	4,3	4,8	4,5	4,1	3,8	3,7	4,0
Aéronautique	2,5	2,3	3,7	3,5	3,3	3,6	3,9	3,5
Industrie pharmaceutique	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,5	0,6	0,5

Source : Office des changes

¹ Y compris la pêche.

Pour ce qui est des importations, les approvisionnements en produits alimentaires ont augmenté de 17% à 41,7 milliards de dirhams, en particulier ceux en blé se sont accrus de 54,4%, résultat de l'augmentation significative des quantités importées de 89,2%, les prix unitaires ayant baissé de 18,4% d'une année à l'autre.

Les achats de biens de consommation ont également crû de 10,1%, en liaison notamment avec la progression de 8,4% des achats de voitures de tourisme. Pour leur part, les acquisitions de produits bruts se sont inscrites en hausse de 12,4%, reflétant une augmentation tant des quantités importées que des prix du soufre brut. De même, les achats de demi-produits ont progressé de 1,9% à 81,7 milliards, avec essentiellement des accroissements de 2,7% pour les matières plastiques et de 2% pour les produits chimiques.

En revanche, la facture énergétique a enregistré une diminution de 9,5% à 92,6 milliards de dirhams, avec une baisse des prix et une hausse de 5,9% des quantités. En particulier, les achats de pétrole brut ont accusé une baisse de 22,9% et ceux de gasoil et fuel de 11,5%, alors que les acquisitions de gaz de pétrole et autres hydrocarbures ressortent en légère hausse de 0,5%.

En parallèle, reflétant la faible reprise des activités non agricoles, les acquisitions de biens d'équipement ont accusé un recul de 2,4%, avec notamment des régressions de 13,1% pour les voitures industrielles et de 16,5% pour les moteurs à piston.

Tableau 1.6.3 : Principaux produits importés (En milliards de dirhams)

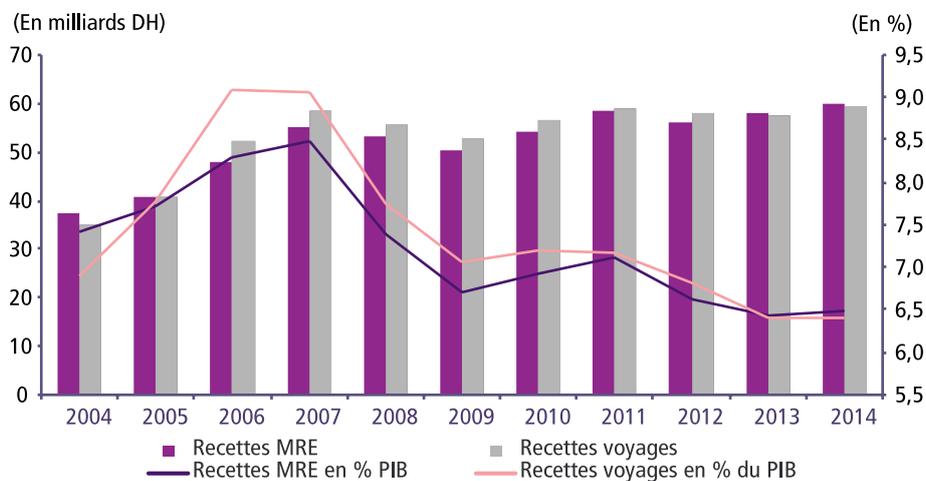
	Variation en %				
	2012	2013	2014	2013-2012	2014-2013
Importations de Biens	386,9	383,7	386,1	-0,8	0,6
Produits alimentaires	41,8	35,7	41,7	-14,6	17,0
Blé	12,1	8,2	12,7	-31,9	54,4
Biens de consommation	65,3	64,3	70,8	-1,5	10,1
Voitures de tourisme	10,6	9,3	10,0	-12,4	8,4
Produits bruts	23,0	17,8	20,0	-22,4	12,4
Soufres bruts et non raffinés	6,7	4,2	5,7	-38,0	36,9
Demi produits	77,1	80,2	81,7	4,0	1,9
Matières plastiques	10,6	11,3	11,6	6,1	2,7
Produits chimiques	8,1	8,0	8,1	-2,0	2,0
Énergie et lubrifiants	106,6	102,3	92,6	-4,1	-9,5
Huile brute de pétrole	37,6	36,5	28,1	-3,1	-22,9
Gas-oils et fuel-oils	36,9	35,6	31,5	-3,6	-11,5
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	20,2	19,1	19,2	-5,1	0,5
Biens d'équipement	73,2	81,0	79,1	10,7	-2,4
Voitures industrielles	7,8	7,9	6,9	2,0	-13,1
Moteurs à pistons	3,2	4,9	4,1	51,1	-16,5

Source : Office des changes.

1.6.2 Evolution de la balance des services

L'excédent des services s'est accru de 5,7 milliards à 59,5 milliards de dirhams, reflétant notamment l'atténuation des déficits des services des administrations publiques¹ et des transports particulièrement maritime. Cette évolution s'explique également par la progression de 1,6% du solde des voyages, avec une hausse de 2,9% des recettes à 59,3 milliards et de 8,5% des dépenses à 12 milliards. Ces dernières se sont inscrites dans une tendance ascendante depuis 2010, avec un accroissement annuel moyen de 6,5%.

Graphique 1.6.5 : Evolution des recettes voyages et des transferts MRE



Source : Office des changes.

1.6.3 Evolution des balances des revenus et des transferts courants

Le solde déficitaire des revenus s'est aggravé de 7,5 milliards à 21,2 milliards de dirhams. Cette évolution résulte principalement de la hausse des sorties au titre des dividendes des investissements directs à 14,9 milliards et dans une moindre mesure de la diminution des revenus des placements financiers à l'étranger à 1,3 milliard.

Parallèlement, les recettes au titre des transferts courants privés se sont accrues de 4,8% à 73,7 milliards de dirhams, traduisant l'augmentation de 3,6% des transferts des Marocains résidant à l'étranger à 59,9 milliards. Les flux en provenance de la France, d'Italie et d'Espagne représentent à eux seuls 53,8%. Pour leur part, les transferts au titre des pensions ont augmenté de 11,8% à 7,6 milliards de dirhams, alors que les dons privés sont revenus de 2,3 milliards à 1,2 milliard de dirhams. Quant aux transferts publics, constitués principalement de dons perçus des pays du Golfe, ils sont passés de 7,3 milliards en 2013 à 12,7 milliards provenant à hauteur de 6,2 milliards du Qatar, de 3,5 milliards des Emirats Arabes Unis, de 2,1 milliards du Koweït et de 0,8 milliard de l'Arabie Saoudite.

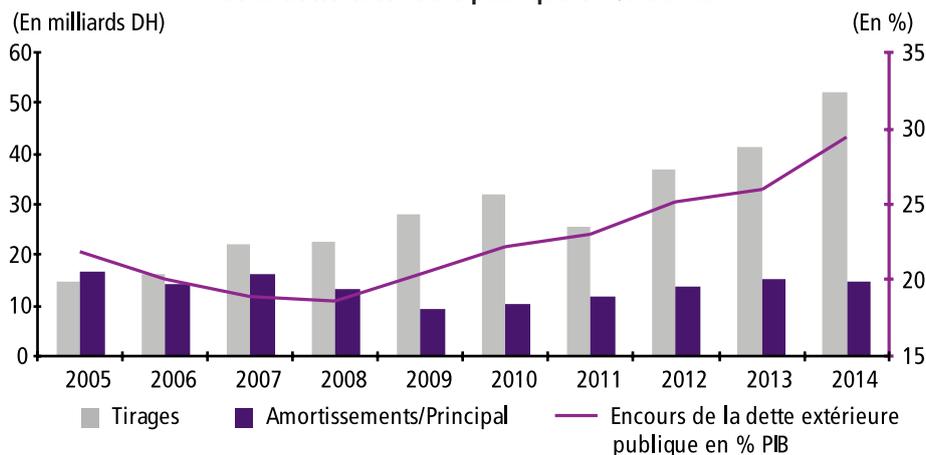
¹ Ce poste reprend l'ensemble des biens et services fournis ou reçus par le secteur public non recensés au niveau des autres postes. Il enregistre au crédit les frais des représentations diplomatiques étrangères au Maroc et au débit les frais de représentations diplomatiques marocaines à l'étranger, marchés administratifs, etc.

1.6.4 Evolution du compte financier

En 2014, l'excédent du compte financier hors réserves est revenu à 73,3 milliards de dirhams après 79,2 milliards en 2013. Ce recul recouvre notamment des diminutions de 7,2 milliards du solde des crédits commerciaux et de 2,6 milliards de celui des numéraires et dépôts, ainsi qu'une hausse de 6,7 milliards de l'endettement extérieur net. L'évolution de ce dernier résulte de l'accroissement de 16,9 milliards des prêts nets des établissements publics, atténué par les baisses de 5,8 milliards de ceux du Trésor et de 4,3 milliards des prêts privés. Les tirages des établissements publics sont passés de 18,2 milliards à 34,5 milliards, suite principalement à la levée par l'OCP d'un montant de 1,85 milliard de dollars, alors que ceux de l'Administration sont revenus de 23 milliards à 17,6 milliards de dirhams.

Compte tenu de la légère diminution des remboursements à 14,8 milliards, le flux net de la dette publique ressort à 37,2 milliards, couvrant ainsi 71,3% du déficit du compte courant au lieu de 36,7% une année auparavant.

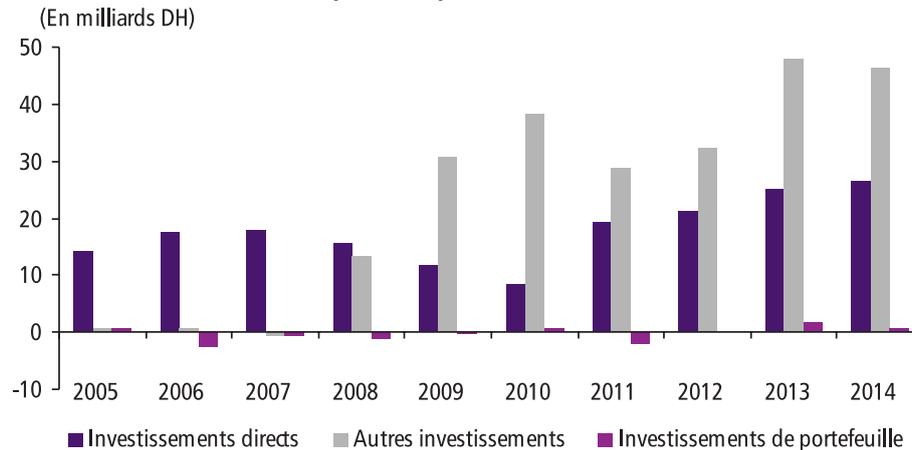
Graphique 1.6.6 : Evolution des tirages, des amortissements et de l'encours de la dette extérieure publique en % du PIB



Source : Ministère de l'économie et des finances

Après une année exceptionnelle, les investissements directs étrangers ont maintenu en 2014 leur niveau élevé avec un flux de 36,5 milliards de dirhams. La légère baisse de 2,6 milliards constatée par rapport à 2013 traduit la diminution de 3,1 milliards des avances en comptes courants d'associés et des prêts entre entreprises apparentées établis à 7,4 milliards de dirhams. En revanche, les prises de participation sont restées quasiment stables à 25,6 milliards et les bénéficiaires réinvestis sont passés de 3,1 milliards à 3,5 milliards. Compte tenu de la diminution de 5 milliards de dirhams des cessions d'investissements directs opérées en 2014, le flux net d'IDE ressort en augmentation de 2,4 milliards à 30,1 milliards de dirhams.

Graphique 1.6.7 : Evolution des soldes des composantes du compte des opérations financières

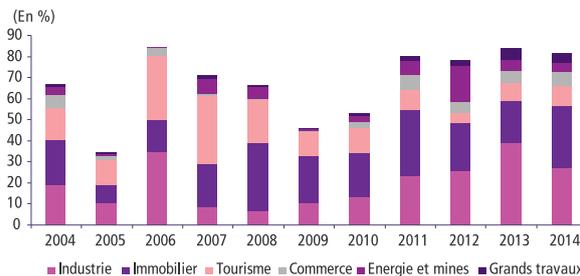


Source : Office des changes.

La ventilation géographique des flux d'IDE indique la prépondérance de la France qui reste le premier émetteur avec une part de 28,4%, suivie par les Emirats Arabes Unis avec 13,5% et l'Arabie Saoudite avec 12,8%.

Par secteur, les activités immobilières ont été les plus attractives en 2014, avec une part de 32,6%. Bien qu'en baisse, les investissements destinés à l'industrie manufacturière demeurent importants représentant 24,2% après 45,6% en 2013. Le recul a concerné particulièrement l'industrie alimentaire dont le montant des investissements est revenu de 10 milliards à 3,5 milliards de dirhams.

Graphique 1.6.8: Recettes IDE par secteur



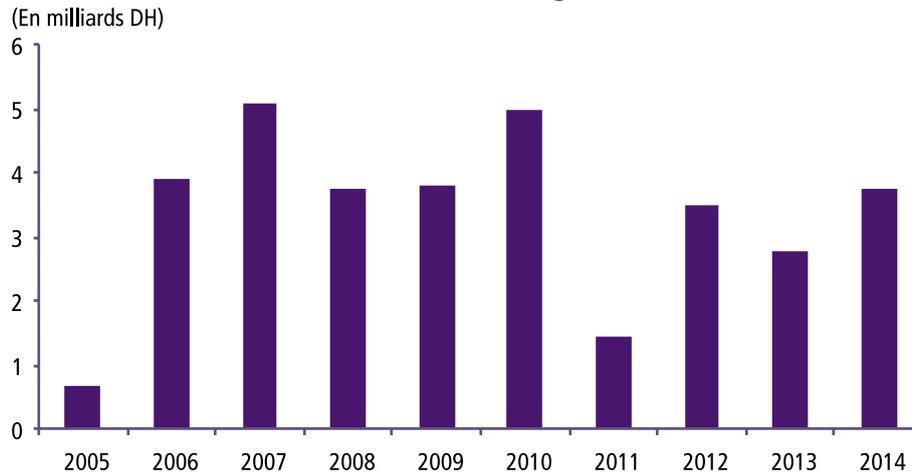
Graphique 1.6.9: Recettes IDE par pays d'origine



Source : Office des changes.

Pour ce qui est des investissements directs marocains à l'étranger, ils ont progressé de 0,94 milliard de dirhams à 3,7 milliards dont 35,2% vers la France. Ceux à destination de l'Afrique sont revenus de 2 milliards à 1,4 milliard d'une année à l'autre. Les activités financières et d'assurance s'accaparent 46% de ces investissements contre 66,2% un an auparavant.

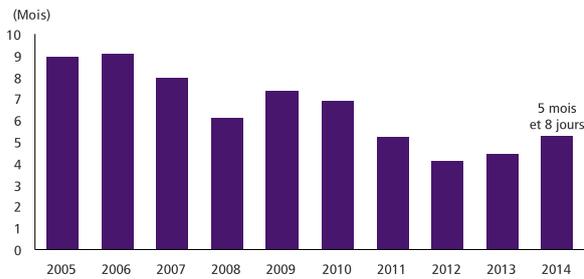
Graphique 1.6.10: Evolution des flux nets des investissements directs du Maroc à l'étranger



Source : Office des changes.

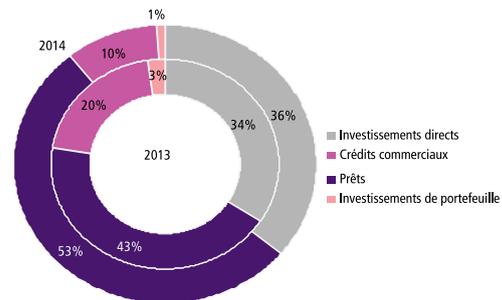
Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales nettes a poursuivi sa hausse, s'établissant à 180,8 milliards de dirhams, en progression de 26,7 milliards. Il représente ainsi l'équivalent de 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services, soit 26 jours de plus qu'une année auparavant.

Graphique 1.6.11: RIN en mois d'importation de biens et services



Sources : Office des changes et calculs de BAM.

Graphique 1.6.12: Financement du déficit courant



Encadré 1.6.1 : Nouvelle méthodologie de la balance des paiements (6ème édition du manuel de la balance des paiements du FMI)

Depuis le premier trimestre 2014, l'Office des changes publie la balance des paiements selon la sixième édition du manuel de la balance des paiements du FMI. Cette nouvelle méthodologie prévoit plusieurs révisions :

- l'adoption du système de Commerce général pour l'enregistrement des transactions sur les biens, au lieu du régime spécial. Ce système inclut les flux de marchandises effectués dans le cadre des régimes d'entrepôts¹, alors qu'auparavant, ils n'étaient enregistrés qu'une fois la mise en consommation² effectuée.
- l'exclusion de la rubrique des biens, des transactions sur marchandises réalisées dans le cadre du régime douanier de l'admission temporaire pour perfectionnement d'actif sans paiement. En conséquence, les frais de transformation (valeur ajoutée) qui en résultent sont désormais enregistrés dans une nouvelle rubrique au compte des Services, appelée « Service de fabrication fournis sur des intrants physiques détenus par des tiers ».
- la ventilation du compte des services en douze rubriques au lieu de sept auparavant.
- pour ce qui est du Compte financier, la nouvelle édition comporte un changement de présentation, les opérations financières sont enregistrées en termes de flux nets des avoirs et engagements : «Acquisition nette d'avoirs» et «Accroissement net des engagements» et non plus en débit et crédit. En parallèle, les emprunts obligataires émis à l'international par le Trésor public et/ou les opérateurs économiques résidents sont classés dans la rubrique « Investissements de portefeuille», tandis que précédemment, ils étaient classés au niveau des prêts dans « Autres investissements ». Enfin, pour ce qui est des dérivés financiers enregistrés dans les investissements de portefeuille selon l'ancienne présentation, ils font l'objet actuellement d'une rubrique séparée pour leur suivi.

¹ L'entrepôt des douanes est le régime douanier qui permet l'emmagasinage des marchandises sous contrôle douanier dans les locaux agréés par l'administration des douanes en suspension des droits et taxes et des mesures de prohibitions à caractère économique.

² Régime douanier qui implique que le paiement des taxes nationales (notamment la TVA) a été effectué, que les documents exigibles au regard de la réglementation nationale ont été produits et donc que la marchandise est totalement déchargée de ses obligations vis à vis de la fiscalité nationale. A partir de ce moment, la marchandise peut être commercialisée sur le territoire.

1.6.5 Evolution de la position financière extérieure globale

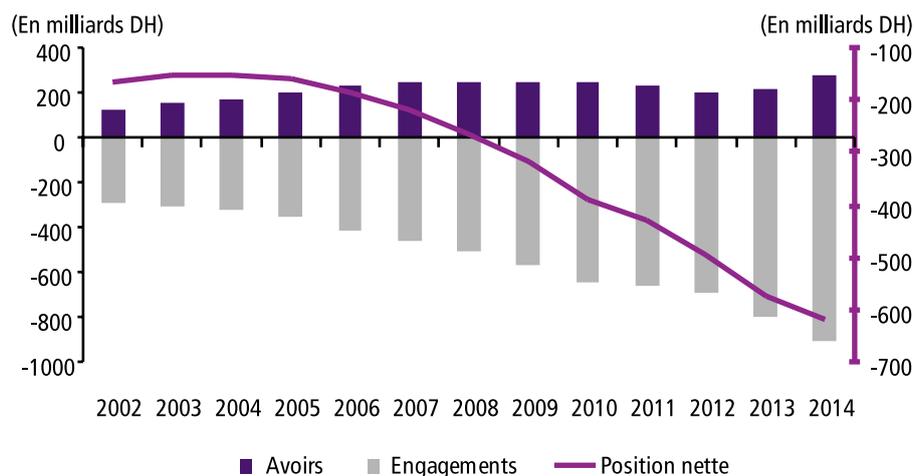
Dans le cadre de l'alignement de la production statistique marocaine sur la Norme spéciale de diffusion de données, l'Office des changes a entamé à partir de 2014 la publication de la PEG selon une fréquence trimestrielle. Auparavant, elle se faisait sur une base annuelle six mois après la date d'arrêté de l'exercice.

Tableau 1.6.4 : Evolution de la PEG

En milliards de DH	2013			2014		
	Actif	Passif	Solde	Actif	Passif	Solde
Investissements directs	20,7	422,3	-401,7	37,9	467,2	-429,3
Investissements de portefeuille	6,2	63,3	-57,1	10,4	96,7	-86,3
- dont prêts (émissions obligataires)	0,0	33,3	-33,3	0,0	65,2	-65,2
Prêts	0,3	215,2	-214,9	0,3	228,2	-227,9
Crédit commerciaux	15,1	38,3	-23,2	22,1	52,1	-30,0
Numéraires et dépôts	20,8	49,4	-28,6	24,2	47,6	-23,4
Avoirs de réserves	156,9	0,0	156,9	184,5	0,0	184,5
Position nette	220,8	796,1	-575,4	281,2	900,4	-619,2

En 2014, la position extérieure globale s'est soldée par un creusement des engagements nets du Maroc vis-à-vis du reste du monde de 43,8 milliards de dirhams à 619,2 milliards, soit 67% du PIB.

Graphique 1.6.13 : Evolution de la position extérieure globale



Source : Office des changes.

L'encours des avoirs financiers des résidents a progressé de 60,5 milliards à 281,2 milliards de dirhams, en relation principalement avec la hausse de 27,6 milliards des avoirs de réserve, de 17,3 milliards¹ des investissements directs des résidents à l'étranger, compte tenu des avoirs déclarés au titre de la contribution libératoire (encadré 1.6.2) et de 10,6 milliards des « Autres investissements ».

Les engagements du Maroc vis-à-vis de l'extérieur ont augmenté de 104,2 milliards à 900,4 milliards, traduisant l'augmentation de 44,9 milliards de l'encours des prêts contractés de l'extérieur et l'accroissement de 44,8² milliards du stock des investissements directs étrangers.

1 Y compris les avoirs déclarés au titre de la contribution libératoire.

2 Compte tenu de la valorisation au prix du marché des valeurs cotées.

Encadré 1.6.2 : Contribution libératoire au titre des avoirs et liquidités détenus à l'étranger

Au cours des dernières années, le Maroc s'est engagé dans un processus de mise en conformité avec les normes internationales en matière de transparence, notamment sur le plan financier. En effet, il a adhéré¹ au Forum mondial sur la transparence et l'échange de renseignements à des fins fiscales et a également signé la Convention d'assistance administrative mutuelle en matière fiscale² sous l'égide de l'OCDE et du Conseil de l'Europe.

Dans ce cadre et en vue de régulariser la situation des résidents au regard de la législation et de la réglementation fiscale en vigueur, la loi de finances 2014 a institué les dispositions relatives à la contribution libératoire au titre des avoirs et liquidités détenus à l'étranger. Cette contribution libère les déclarants des amendes au titre des infractions à la réglementation des changes et du paiement des impôts y afférents. Ces derniers disposaient d'une période d'une année allant du 1^{er} janvier au 31 décembre 2014 pour faire leurs déclarations et régulariser leur situation par le paiement d'une contribution libératoire selon les modalités ci-après :

- 10% de la valeur des immeubles, de la valeur de souscription ou d'acquisition d'actifs financiers et des valeurs mobilières détenus à l'étranger ;
- 5% des avoirs liquides en devises rapatriés au Maroc et déposés dans des comptes en devises ou en dirhams convertibles ; et
- 2% pour les liquidités rapatriées au Maroc et cédées contre des dirhams.

Cette opération a connu un grand succès par rapport aux attentes et à certaines expériences internationales dans ce domaine. Le nombre de déclarations a atteint 18 973 pour un montant global de 27,85 milliards de dirhams, dont 34% sous forme de biens immeubles -déclarés sur la base des prix d'acquisition-, 35% d'actifs financiers et 30% d'avoirs liquides. Les recettes générées au Trésor se sont élevées à 2,1 milliards et ont été affectées au Fonds de Cohésion Sociale destiné au financement des programmes sociaux.

¹Le 26 octobre 2011.

² Signée le 21 mai 2013. Elle prévoit notamment un échange d'information automatique, spontané et à la demande entre pays signataires.

1.7 Conditions monétaires

Le rythme de progression de la masse monétaire¹ s'est accéléré de 3,1% en 2013 à 6,2% en 2014, reflétant un renforcement notable de 20,3% des réserves internationales nettes, sous l'effet d'une atténuation sensible du déficit commercial et d'importantes entrées en dons au profit de l'Etat et en prêts aux établissements publics.

Concernant le crédit bancaire, il a enregistré une décélération de son rythme de 3,9% à 2,2%, avec une légère baisse de son ratio au PIB de 82,9% à 82,6%. Les prêts à caractère financier se sont contractés de 12,5%, alors que le crédit au secteur privé² s'est accéléré de 1,3% à 3,8%, recouvrant une amélioration des facilités allouées à certaines activités tertiaires et une diminution de celles destinées aux entreprises industrielles. Par ailleurs, après une forte augmentation en 2013, les créances nettes sur l'administration centrale ont accusé un repli de 3,9%.

Les conditions monétaires ont été également marquées en 2014 par une détente des taux d'intérêt sur les différents marchés, particulièrement ceux du marché monétaire après les décisions du Conseil de Bank Al-Maghrib de réduire le taux directeur de 3% à 2,75% en septembre, puis à 2,5% en décembre. Le taux interbancaire étant resté aligné sur le taux directeur, les taux débiteurs sont revenus en moyenne de 6,23% à 6% d'une année à l'autre. De même, sur les marchés de la dette aussi bien souveraine que privée, les taux se sont globalement inscrits dans un mouvement baissier.

S'agissant de la valeur externe de la monnaie nationale, le taux de change effectif³ s'est apprécié de 0,9%, en termes nominaux, mais s'est légèrement déprécié en termes réels en raison d'un différentiel d'inflation globalement en faveur du Maroc.

Tableau 1.7.1 : Principaux indicateurs monétaires

	Encours en 2014	Variations annuelles (en %)			
		2011	2012	2013	2014
Agrégats monétaires (en milliards de DH, fin d'année)					
M3	1 086,2	6,4	4,5	3,1	6,2
Réserves internationales nettes	180,8	-10,7	-16,7	3,8	20,3
Créances sur l'économie	890,2	10,4	5,1	3,4	3,7
Dont : Crédit bancaire	763,4	10,6	4,6	3,9	2,2
Titres	88,9	33,8	1,1	-0,1	13,2
Créances nettes sur l'Administration Centrale	143,4	25,8	22,8	19,0	-3,9
Taux d'intérêt (en %, moyenne annuelle)					
Taux interbancaire	2,95	0,00	-0,10	-0,13	-0,11
Taux débiteur	6,00	-0,06	0,05	0,07	0,23
Taux de change effectif réel (base 100 en 2000)	86,65	-2,5	-1,9	1,2	-0,1

1 Mesurée par l'agrégat M3.

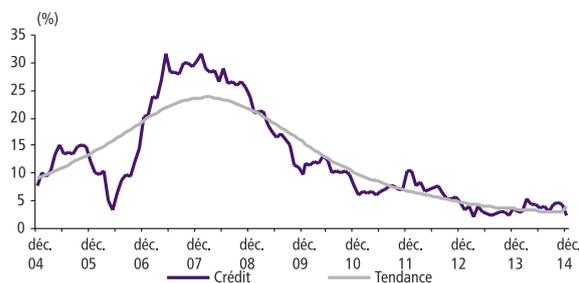
2 Ménages et entreprises non financières.

3 Calculé par référence à un panier de devises des principaux partenaires et concurrents.

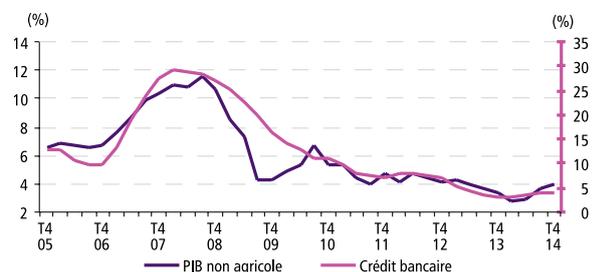
1.7.1 Evolution du crédit bancaire

En 2014, le crédit bancaire a enregistré une hausse limitée à 2,2%, après 3,9% en 2013, traduisant principalement une baisse de 12,5% des prêts à caractère financier après une forte augmentation de 17,1% une année auparavant. En revanche, la progression des prêts alloués au secteur non financier a enregistré une accélération de 1,7% à 4,2%, qui reflèterait une amélioration aussi bien du côté de la demande que des conditions de l'offre.

Graphique 1.7.1 : Croissance annuelle de crédit

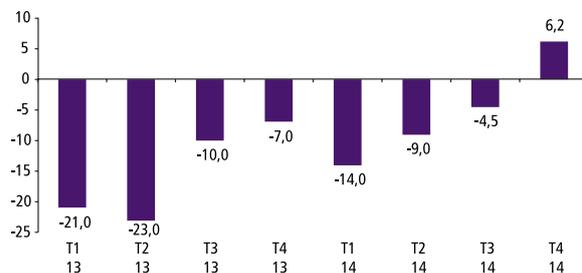


Graphique 1.7.2: Evolutions annuelles du crédit et du PIB non agricole (moyenne mobile sur 4 trimestres)

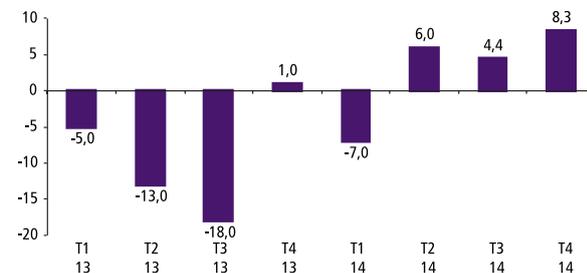


En effet, les résultats de l'enquête de BAM sur les conditions d'octroi du crédit auprès du secteur bancaire¹ indiquent un assouplissement progressif des critères d'offre au cours de l'année. Cette orientation serait attribuable notamment, selon les banques, aux perspectives favorables de l'activité économique, favorisée par le programme d'appui au financement de la TPME mis en place par Bank Al-Maghrib. Cette amélioration s'est traduite par la réduction des montants des garanties exigées et de la marge d'intermédiation. Du côté de la demande, elle aurait augmenté par rapport à l'année précédente, reflétant particulièrement l'amélioration de celle émanant des TPE et PME, alors que pour les grandes entreprises, elle aurait plutôt stagné. Pour les particuliers, la demande serait restée quasiment à son niveau de 2013, dans un contexte d'attente qui caractérise le marché immobilier.

Graphique 1.7.3 : Evolution des critères d'octroi de crédit en 2014 (Indice* de diffusion)



Graphique 1.7.4 : Evolution de la demande de crédit en 2014 (Indice de diffusion)

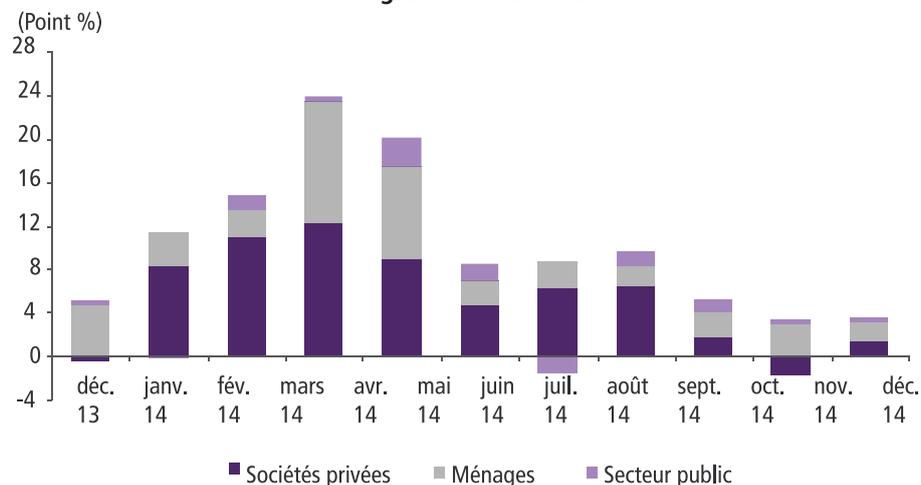


* Ils sont calculés par la différence entre les réponses indiquant un assouplissement ou une augmentation et celle renseignant sur un durcissement ou une diminution.

¹ Enquête réalisée trimestriellement depuis 2013. Elle fera prochainement l'objet d'une publication régulière.

L'amélioration du crédit au secteur non financier, reflète une augmentation de 3,8% de celui destiné au secteur privé après 1,3% en 2013, marquant ainsi une rupture avec son ralentissement observé durant les trois dernières années. Les prêts alloués aux entreprises ont progressé de 3,1% contre une diminution de 3,5%, alors que le rythme de ceux accordés aux ménages est revenu de 8,7% à 4,8%. De même, les concours au secteur public se sont accrus de 9,2% au lieu de 7,6%.

Graphique 1.7.5: Contribution des agents économiques à la croissance du crédit bancaire en glissement annuel

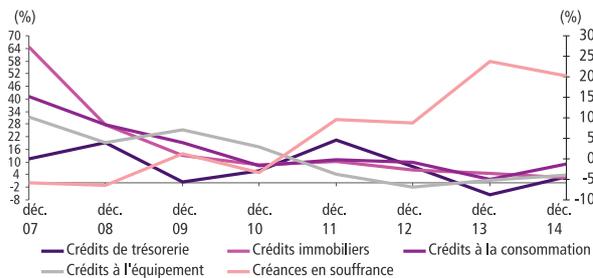


La ventilation du crédit bancaire par objet économique montre que les prêts immobiliers ont ralenti de 4,8% à 2,7%, avec une contraction de 5,6% de ceux destinés à la promotion immobilière après une progression de 0,6% en 2013, et une quasi-stabilité à 6,2% du rythme de ceux à l'habitat. En revanche, après un repli de 5,6%, les facilités de trésorerie se sont accrues de 3,1%, résultat essentiellement d'une hausse de 5,5% des crédits aux sociétés non financières privées contre une diminution de 10,7% en 2013. De même, la croissance des prêts à l'équipement s'est accélérée de 1,5% à 3,7%, recouvrant un renforcement de 1,8% à 36,4% des crédits accordés aux sociétés non financières publiques et une accentuation de la baisse de 0,9% à 2,9% de ceux alloués aux entreprises privées. Parallèlement, après une progression de 1,9%, les crédits à la consommation ont augmenté de 9,2%, résultat principalement de l'opération fusion-absorption par la BMCI de sa filiale « BMCI Crédit Conso »¹.

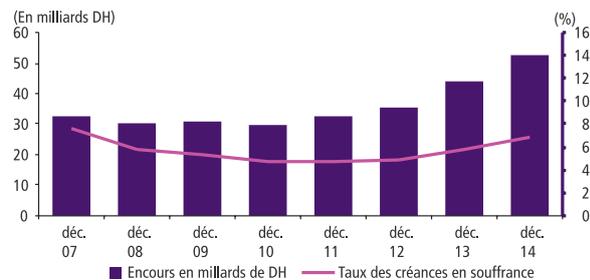
Ces évolutions ont été enregistrées dans un contexte de persistance d'un niveau élevé du risque, les créances en souffrance ayant progressé de 20,2% après 23,8% une année auparavant portant ainsi leur ratio au crédit bancaire de 5,9% à 6,9%. Elles ont décéléré de 36,4% à 13,6% pour les ménages, mais se sont accélérées de 14,8% à 25,1% pour les sociétés non financières privées.

¹ En dehors de cette opération, la progression aurait été de 0,8%.

Graphique 1.7.6 : Croissance des principales catégories du crédit bancaire (en glissement annuel, en %)

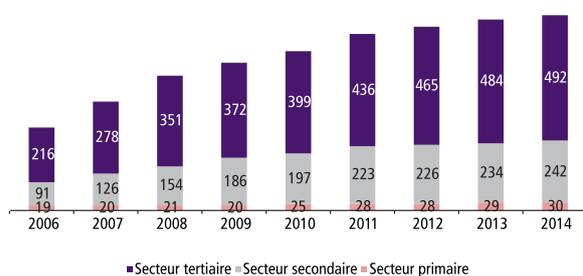


Graphique 1.7.7 : Evolution des créances en souffrance

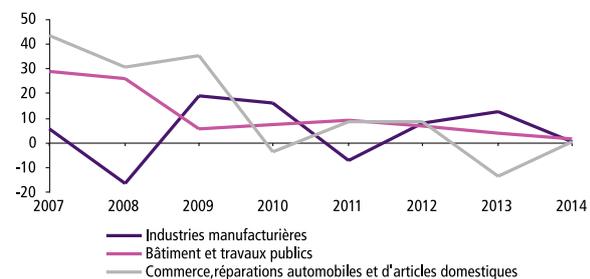


L'analyse du crédit par branche d'activité montre un léger ralentissement pour les secteurs agricole et secondaire et une reprise pour les services hors activités financières. En effet, dans le contexte d'une campagne agricole moyenne, les concours accordés aux activités agricoles ont enregistré une décélération de 3,6% à 2,9%. De même, les crédits alloués au secteur secondaire ont ralenti de 3,6% à 3,2%, traduisant principalement une décélération de 12,8% à 0,5% pour les industries alimentaires et tabac ainsi qu'une accentuation de la baisse de 8,9% à 12,3% pour les industries du textile, habillement et cuir et de 4,9% à 8% pour la chimie et parachimie. Concernant les autres branches du secteur, les crédits aux entreprises du Bâtiment et Travaux Publics ont connu un léger repli de 0,5% après une quasi-stabilité en 2013, tandis que ceux destinés à la branche Electricité, gaz et eau se sont sensiblement renforcés avec une hausse de 31,4% contre 2,2% une année auparavant.

Graphique 1.7.8 : Répartition des crédits par secteur d'activité (en milliards de dirhams)



Graphique 1.7.9 : Croissance du crédit dans certaines branches d'activité (en glissement annuel, en %)

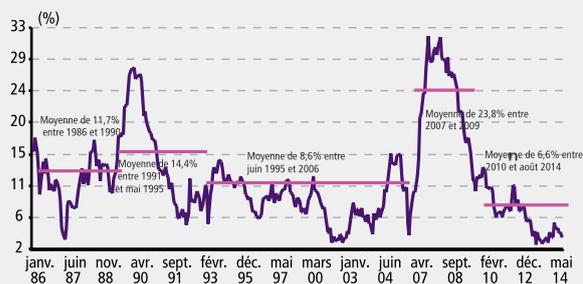


S'agissant des crédits destinés au secteur tertiaire hors activités financières, ils se sont accrus de 4,3%, après 0,5% en 2013, avec notamment un renforcement de 9,2% des prêts alloués à la branche « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques », après une diminution de 5,4%. De même, les concours ont augmenté de 0,5% pour les activités « Transports et communications » et de 0,4% pour les « Hôtels et restaurants », après des baisses respectives de 1,5% et de 13,6%.

Encadré 1.7.1 : Les déterminants du crédit bancaire au Maroc

La poursuite du ralentissement du crédit bancaire suscite une attention particulière de la part des autorités monétaires étant donné l'importance de son rôle dans le financement de l'économie et dans la transmission de la politique monétaire. En se basant sur les données raccordées depuis 1986, l'analyse de la progression du crédit bancaire montre qu'il est globalement déterminé par la croissance économique à l'exception de deux phases.

Graphique E.1.7.1.1: Evolution du crédit bancaire (en glissement annuel, en %)

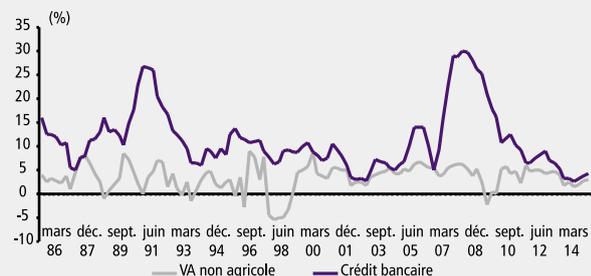


En effet, entre janvier 1991 et mai 1995, alors que la croissance annuelle de la valeur ajoutée non agricole en nominal est restée autour de 3%, le crédit bancaire a progressé de 14,4% en moyenne, avec un pic de 27,3% en juillet 1991. Cette expansion s'explique notamment par la levée de l'encadrement du crédit et la suppression des emplois obligatoires (entre 1992 et 1998).

La seconde phase de 2007 à 2009 a été marquée par une forte croissance avec un taux moyen de 24% et un maximum de 32% atteint en mai 2007 et en janvier 2008. Durant cette période, quoique la croissance du PIB non agricole nominal ait été relativement élevée, avec une moyenne de 8,4%, elle ne peut expliquer à elle seule l'accélération observée du crédit. Celle-ci serait le résultat d'un effet de rattrapage dû à plusieurs facteurs, notamment le recul progressif des créances en souffrance, le développement de la concurrence bancaire, ainsi que la forte appréciation des actifs financiers et immobiliers et ses conséquences sur la valeur du collatéral. En parallèle, l'examen des conditions débitrices indique une tendance baissière des taux, notamment ceux assortissant les crédits immobiliers qui ont contribué de manière importante lors de cette phase à la progression du crédit bancaire, avec un rythme moyen de 37,5%.

Hormis ces deux phases, la progression du crédit est restée compatible avec la croissance non agricole. Entre juin 1995 et décembre 2006, le crédit a progressé à un taux de 8,6% et la valeur ajoutée non agricole a enregistré une hausse moyenne de 6% en termes nominaux. A partir de 2008, le rythme du crédit s'est inscrit en ralentissement continu, revenant de 10,6% en 2011 à 4,6% en 2012 et à 3,9% à fin 2013. En parallèle la progression de la valeur ajoutée non agricole s'est établie à 8% en 2011 contre 4,6% en 2012 et 1,5% en 2013.

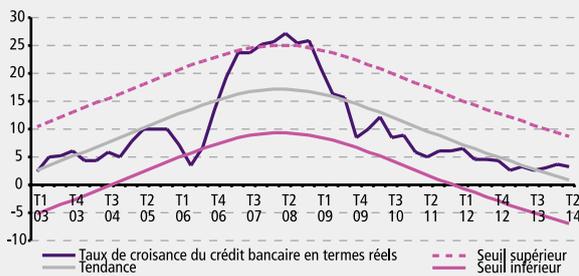
Graphique E.1.7.1.2: Evolution du crédit bancaire et de la croissance non agricole



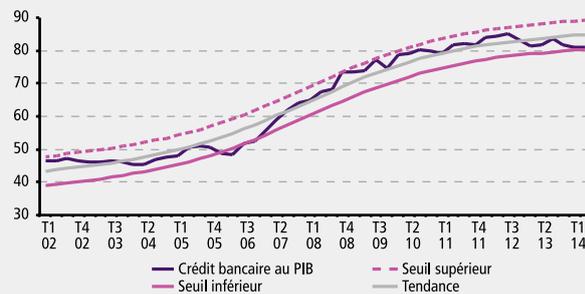
Au vu des évolutions récentes du crédit, la question se pose sur la compatibilité de son rythme de progression actuel avec son niveau d'équilibre, défini comme étant le niveau adéquat avec ses déterminants macroéconomiques notamment la croissance et le taux d'intérêt. Pour répondre à cette question, deux approches ont été utilisées, la première se réfère à une méthode statistique et la seconde se base sur une modélisation structurelle.

L'approche statistique permet de situer l'évolution du crédit par rapport à sa tendance de long terme en construisant un intervalle qui cadre son évolution. Cette méthode a été appliquée à la croissance du crédit en termes réels et au ratio du crédit au PIB, sur la base des données trimestrielles allant de 2002 à 2014.

Graphique E.1.7.1.3 : Taux de croissance du crédit bancaire en termes réels



Graphique E.1.7.1.4 : Ratio du crédit bancaire au PIB



Il en ressort globalement que la croissance réelle du crédit est restée autour de sa tendance de long terme avec, toutefois, un niveau légèrement plus élevé entre T4-2007 et T4-2008, qui s'expliquerait par les effets des hausses importantes des prix des actifs immobiliers. Une autre sortie de l'intervalle a été enregistrée en T2-2006 et correspond à une interruption de la tendance due à un effet de base lié au financement par crédit bancaire d'une opération de privatisation en T2-2005. Des résultats quasi-similaires ont été obtenus en utilisant le ratio du crédit au PIB.

L'approche structurelle se base sur l'estimation de la fonction de demande du crédit à partir d'un modèle de type VECM, avec comme variables explicative le PIB non agricole, le taux d'intérêt et l'Indice boursier du secteur immobilier, intégré pour capter l'effet des prix des actifs immobiliers.

Le niveau d'équilibre du crédit a été obtenu en utilisant le modèle estimé et en tenant compte de la croissance économique potentielle¹, d'un taux d'intérêt conforme avec l'orientation de la politique monétaire et de la tendance de long terme de l'indice boursier.

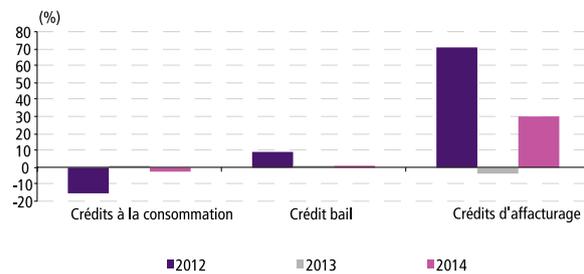
Cette approche laisse conclure que le ralentissement récent du crédit refléterait l'évolution de ses fondamentaux particulièrement celle de la croissance non agricole. Par conséquent, le rythme moyen du crédit bancaire au cours de ces dernières années ressort en dessous de son niveau d'équilibre, du fait que la progression du PIB non agricole est demeurée inférieure à son niveau potentiel.

¹ Estimée par sa tendance de long terme.

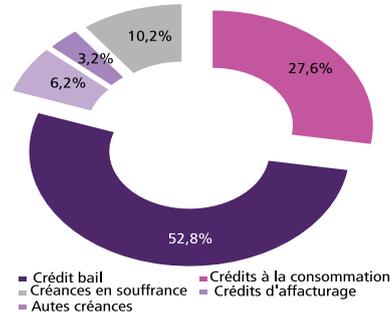
Pour ce qui est des prêts alloués par les autres sociétés financières et non inclus dans les contreparties de M3, ils ont progressé de 2,3% après 1,1%. Ils restent dominés par ceux distribués par les sociétés de financement¹ avec une part de 81% contre 10% pour les banques off-shore, 5% pour les associations de microcrédit et 4% pour la CDG.

Les crédits distribués par les sociétés de financement ont enregistré une hausse de 2,5% après 0,4%, reflétant principalement l'accroissement de 30,5% des prêts d'affacturage, après une baisse de 3,6% et une accélération de 0,5% à 1,3% de la progression des crédits bail. En revanche, ceux destinés à la consommation ont reculé de 3,1% après une augmentation de 0,6% en 2013.

Graphique 1.7.10 : Evolution du crédit distribué par les sociétés de financement

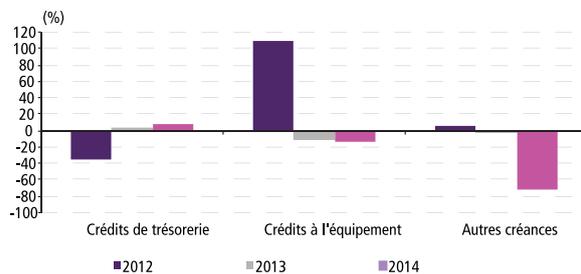


Graphique 1.7.11 : Structure des crédits distribués par les sociétés de financement en 2014

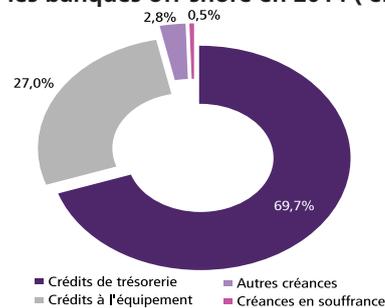


En ce qui concerne les crédits octroyés par les banques off-shore, leur diminution s'est accentuée de 2,4% à 6,5%, recouvrant une nouvelle baisse de 14,5% après 11,8% des crédits à l'équipement et une accélération de 3,3% à 6,8% des crédits de trésorerie.

Graphique 1.7.12 : Evolution du crédit distribué par les banques off-shore



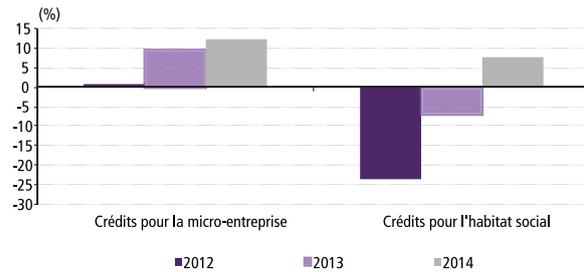
Graphique 1.7.13 : Structure des crédits distribués par les banques off-shore en 2014 (en %)



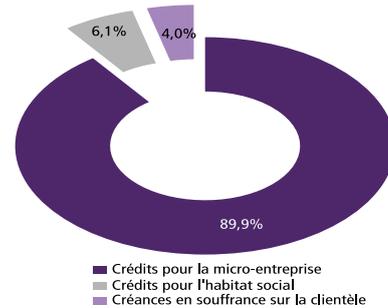
Par ailleurs, les prêts distribués par les associations de microcrédit ont progressé de 11,1% après 6% en 2013. Cette évolution résulte principalement de l'accélération de 9,3% à 12,5% des crédits en faveur de la micro-entreprise et de la hausse de 7,7% après une diminution de 7% de ceux destinés à l'habitat social. Cette amélioration s'est accompagnée d'une nouvelle baisse de 8,8% des créances en souffrance, ramenant leur ratio de 6,7% à 4,6%.

¹ Compte non tenu de l'opération fusion-absorption par la BMCI de sa filiale « BMCI Crédit Conso ».

Graphique 1.7.14 : Evolution des crédits distribués par les associations de microcrédit



Graphique 1.7.15 : Structure des crédits distribués par les associations de microcrédit en 2014 (en %)

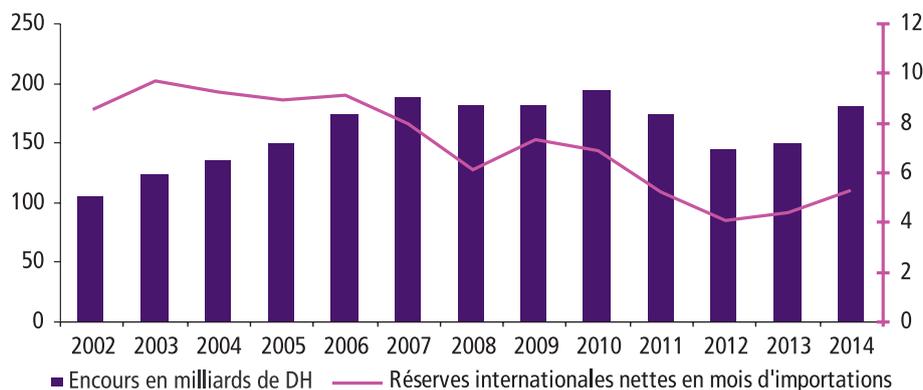


1.7.2 Réserves internationales nettes

Après un léger redressement en 2013, les réserves internationales nettes¹ ont marqué une amélioration notable en 2014. Leur encours s'est accru de 20,3% à 181 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services contre 4 mois et 12 jours une année auparavant. Cette hausse, la plus importante depuis 2006, est attribuable à une atténuation sensible du déficit du compte courant, résulterait pour l'essentiel de l'allègement du déficit commercial et dans une moindre mesure des entrées au titre de dons. Elle traduit également les entrées importantes des prêts destinés aux établissements publics.

L'analyse infra-annuelle de l'évolution de ces réserves indique un rythme mensuel soutenu de 2,9% au cours du premier semestre, culminant à 177,8 milliards à fin juin, suite notamment aux sorties² à l'international du Trésor et de l'OCP. Entre juillet et décembre, leur rythme mensuel de progression s'est atténué à 0,3% en moyenne, le déficit du compte courant ayant été plus que compensé par l'afflux d'investissements directs étrangers.

Graphique 1.7.16 : Evolution annuelle des réserves internationales nettes



1 Les Réserves Internationales Nettes (RIN) sont définies, selon le Manuel des Statistiques Monétaires et Financières du FMI, comme étant les avoirs de réserve sous le contrôle de l'autorité monétaire diminués des engagements envers les non-résidents à court terme :

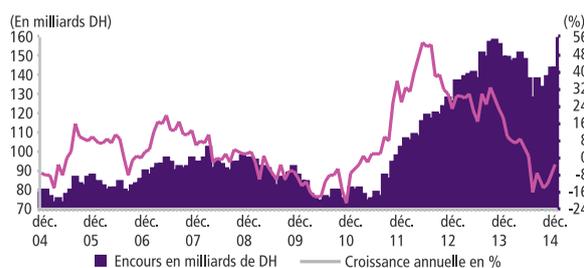
RIN = Avoirs en or monétaire + Avoirs en DTS + Avoirs en devises convertibles + Position de réserve du Maroc auprès du FMI - Engagements extérieurs en devises à court terme.

2 D'un montant d'un milliard de dollars pour le Trésor et de 1,85 milliard de dollars pour l'OCP.

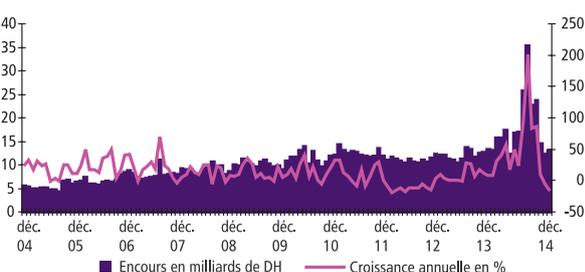
1.7.3 Créances nettes sur l'Administration centrale

Les créances brutes des institutions de dépôts¹ sur l'Administration centrale ont reculé de 4,9% à fin 2014, après un accroissement de 19,5% une année auparavant. Cette évolution est le résultat des baisses conjuguées de 0,2% du portefeuille des banques en bons du Trésor, après un accroissement de 22,9% en 2013, et de 30,8% au lieu d'une augmentation de 47,9% de celles des OPCVM monétaires. Pour ce qui est des engagements de ces institutions, ils ont enregistré une régression de 16,4% après un renforcement de 30,9% en 2013, avec toutefois une importante volatilité au cours de l'année qui reflète une gestion active par le Trésor de ses excédents de trésorerie. Au total, les créances nettes sur l'Administration centrale ont accusé une diminution de 3,9% à fin 2014, contre une hausse de 19% en 2013, marquant ainsi une rupture avec la tendance haussière entamée en 2011.

Graphique 1.7.17: Evolution annuelle des créances nettes sur l'Administration centrale



Graphique 1.7.18: Evolution annuelle des engagements sur l'Administration centrale



1.7.4 Composantes de M3

L'accélération de M3 en 2014 reflète essentiellement celles de la monnaie scripturale, des dépôts en devises et à terme et des titres des OPCVM monétaires. En revanche, la progression de la circulation fiduciaire et des placements à vue s'est maintenue au même rythme qu'une année auparavant.

¹ Banque centrale, banques commerciales et OPCVM monétaires.

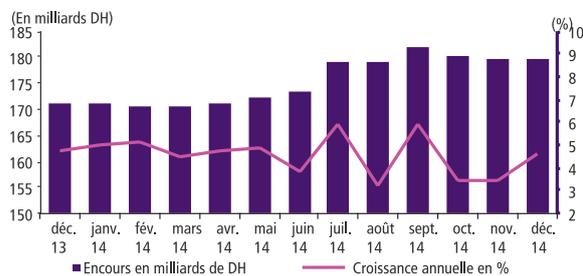
Tableau 1.7.2 : Evolution des composantes de M3

	Monnaie fiduciaire	Monnaie scripturale	Placements à vue	Autres actifs monétaires	M3
Encours à fin décembre (en milliards de DH)					
2012	163,6	448,5	111,4	268,7	992,2
2013	171,4	457,6	120,3	273,9	1 023,2
2014	179,4	481,2	130,0	295,6	1 086,2
Part dans M3 (%)					
2012	16,5	45,2	11,2	27,1	100,0
2013	16,8	44,7	11,8	26,8	100,0
2014	16,4	44,1	11,9	27,2	100,0
Variation en glissement annuel (%)					
2012	3,4	4,7	8,2	3,5	4,5
2013	4,7	2,0	8,1	2,0	3,1
2014	4,7	5,2	8,1	7,9	6,2

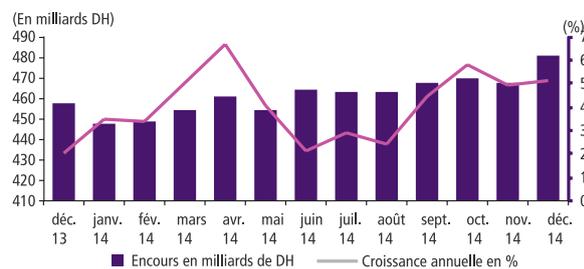
Ainsi, la croissance de la monnaie fiduciaire s’est stabilisée à 4,7% en 2014, maintenant sa contribution à la croissance de M3 à 0,8 point de pourcentage. Son évolution infra-annuelle a été marquée par les pics habituels liés au mois de Ramadan, qui a coïncidé avec la période estivale, et à Aïd Al-Adha.

En ce qui concerne la monnaie scripturale, son rythme s’est accéléré de 2% à 5,2% et sa contribution à l’accroissement de la masse monétaire est ressortie à 2,3 points après 0,9 point. Cette évolution reflète principalement une hausse de 13,2% des dépôts du Trésor après un repli de 14,9% et une légère amélioration de la progression des dépôts à vue auprès des banques de 4% à 4,4%.

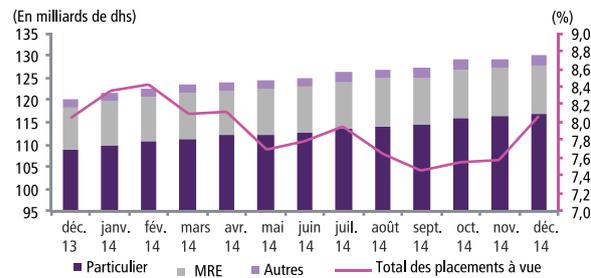
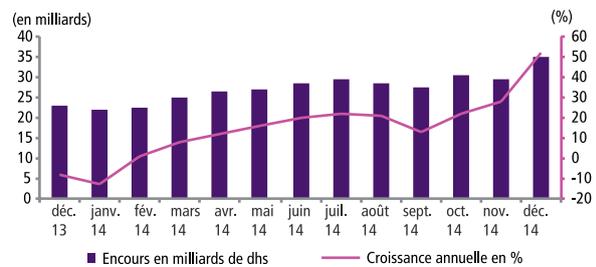
Graphique 1.7.19: Evolution de la circulation fiduciaire



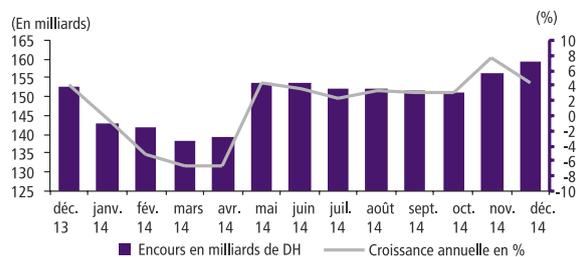
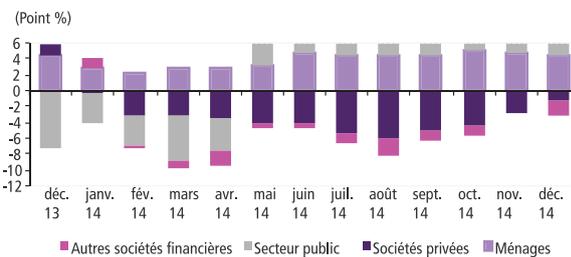
Graphique 1.7.20: Evolution de la monnaie scripturale



S’agissant des placements à vue, leur rythme d’accroissement s’est stabilisé à 8,1% et leur contribution à la croissance de M3 à 0,9 point de pourcentage. L’analyse par déposant indique une contribution de près de 7 points de pourcentage pour les particuliers et d’un point pour les marocains résidant à l’étranger.

Graphique 1.7.21 : Evolution des placements à vue en 2013**Graphique 1.7.22 : Evolution des dépôts en devises**

Pour ce qui est des autres actifs monétaires¹, ils se sont accrus de 7,9% après 2% en 2013 et leur contribution à la croissance de M3 est passée de 0,5 point de pourcentage à 2,1. Cette évolution reflète principalement une importante amélioration de l'encours des dépôts en devises à 35 milliards de dirhams, en liaison notamment avec l'opération de l'amnistie au titre des avoirs et liquidités détenus à l'étranger. Dans le même sens, la progression des titres des OPCVM monétaires s'est accélérée de 4,8% à 7,3% et celle des dépôts à terme de 4,2% à 4,4%. L'évolution de ces derniers s'explique notamment par une hausse sensible de 42,3% des dépôts des entreprises non financières publiques, après un repli de 58,3%. En revanche, ceux des ménages ont vu leur progression revenir de 7,1% à 6,7%, et ceux des entreprises non financières privées se sont contractés de 7,7% après une augmentation de 17,3%. Quant aux titres des OPCVM monétaires, elles ont enregistré une diminution de 0,2%, contre un accroissement de 4,8% l'année auparavant.

Graphique 1.7.23 : Evolution des dépôts à terme**Graphique 1.7.24 : Contributions des secteurs institutionnels à la croissance des dépôts à terme en glissement annuel**

1.7.5 -Agrégats de placements liquides

Les agrégats de placements liquides², ont marqué en 2014 une hausse de 17,5%, après 7,2% en 2013. Cette accélération a concerné l'ensemble des placements, à l'exception des bons du Trésor dont le taux de progression est revenu de 13% à 11%.

¹ Les autres actifs monétaires englobent les comptes à terme et les bons à échéance fixe, les dépôts en devises, les valeurs données en pension, les certificats de dépôts d'une durée résiduelle inférieure ou égale à 2 ans, les titres d'OPCVM monétaires, ainsi que les dépôts à terme ouverts auprès de la TGR.

² Les agrégats de placements liquides incluent les actifs financiers détenus par les agents autres que les institutions de dépôts. Ces actifs représentent une réserve de pouvoir d'achat mais ne sont pas suffisamment liquides pour être inclus dans l'agrégat M3.

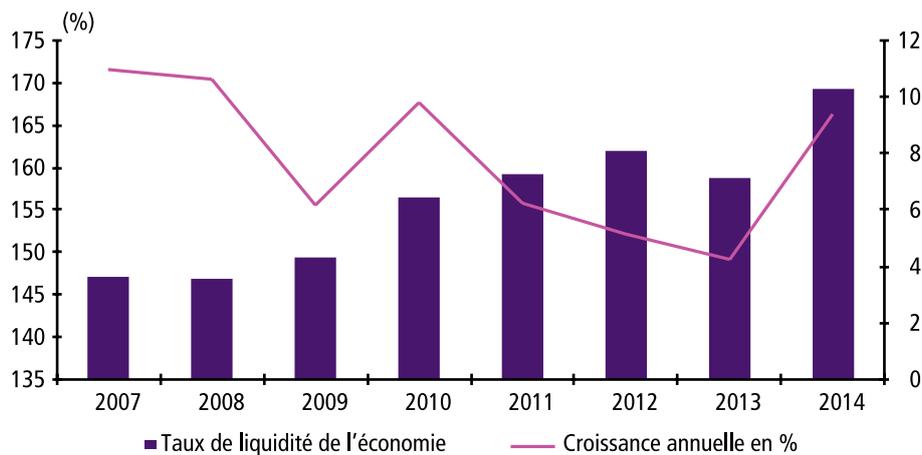
Tableau 1.7.3 : Agrégats de placements liquides

Encours en milliards de DH	Fin 2012		Fin 2013		Fin 2014	
	Encours*	Encours*	Variation en %	Encours*	Variation en %	
Agrégat PL1	244,4	271,5	11,1	305,0	12,3	
Bons du Trésor négociables	236,1	266,7	13,0	296,1	11,0	
Bons de sociétés de financement	5,9	2,4	-58,7	5,2	111,5	
Billets de trésorerie	1,4	1,7	20,6	2,8	66,8	
Titres émis par les OPCVM contractuels	1,0	0,8	-23,6	1,0	28,7	
Agrégat PL2	110,0	110,1	4,4	144,5	31,2	
Titres émis par les OPCVM obligations	110,0	114,9	4,4	144,5	31,2	
Agrégat PL3	26,2	26,5	0,9	30,0	13,1	
Titres émis par les OPCVM actions et les OPCVM diversifiés	26,2	26,5	0,9	30,0	13,1	
Total PL	380,6	408,1	7,2	479,4	17,5	

* En milliards de dirhams

Tenant compte de ces évolutions et de l'accélération de M3, la liquidité de l'économie¹ a enregistré une expansion de 9,4%, portant ainsi son ratio au PIB de 158,8% à 169,3%.

Graphique 1.7.25 : Liquidité de l'économie



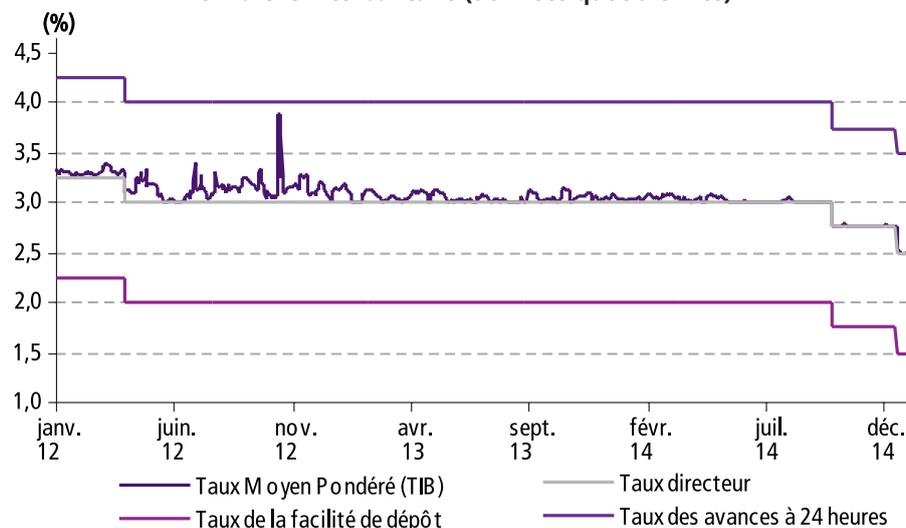
1.7.6 Taux d'intérêt

Les conditions monétaires se sont globalement assouplies en 2014, particulièrement après les deux décisions du Conseil de Bank Al-Maghrib d'abaisser le taux directeur de 3% à 2,75% le 23 septembre, puis à 2,50% le 16 décembre.

¹ Constituée de la masse monétaire au sens large et des agrégats de placements liquides.

Sur le marché interbancaire, le taux moyen pondéré s'est établi en moyenne à 3,03% sur les huit premiers mois de l'année puis à 2,78% sur le reste de 2014, demeurant ainsi aligné sur le taux directeur. Sur l'ensemble de l'année, il est revenu à 2,95% en moyenne, en repli de 11 points de base par rapport à 2013. Cette évolution s'est accompagnée d'une hausse importante du volume des échanges qui est passé de 2,8 à 3,5 milliards de dirhams en moyenne quotidienne.

Graphique 1.7.26 : Evolution du taux moyen pondéré sur le marché interbancaire (données quotidiennes)



En ce qui concerne les taux débiteurs, ils ont poursuivi leur mouvement baissier entamé en 2011, et ce en dépit de la persistance d'un niveau relativement élevé des risques dans l'économie comme en témoignent la progression des créances en souffrance. C'est ainsi que le taux débiteur global a enregistré en 2014 une nouvelle diminution de 23 points de base à 6%. Cette baisse a concerné toutes les catégories de crédit et plus particulièrement les facilités de trésorerie et les prêts à l'équipement, avec des reculs respectifs de 23 points de base et de 19 points à 5,97% et à 5,74%. Par secteur institutionnel, le recul des taux a concerné davantage les entreprises que les particuliers, avec des baisses respectives de 25 points à 5,94% et de 8 points à 6,31%. Les données du quatrième trimestre, qui intègrent en partie l'impact de la baisse du taux directeur en septembre, indiquent une stabilité du taux débiteur globalement, avec toutefois des replis de 59 points de base pour les prêts à l'équipement et de 20 points pour ceux à la consommation. En revanche, les taux assortissant les facilités de trésorerie et les crédits immobiliers ont enregistré de légères hausses de 11 points chacun.

Tableau 1.7.4: Evolution des taux débiteurs

	2013					2014				
	T1	T2	T3	T4	2013*	T1	T2	T3	T4	2014*
Comptes débiteurs et crédits de trésorerie	5,87	6,02	6,28	6,62	6,20	5,87	5,96	5,97	6,08	5,97
Crédits à l'équipement	6,10	5,99	6,12	5,49	5,93	6,08	5,44	6,01	5,42	5,74
Crédits immobiliers	6,27	6,15	6,04	6,03	6,12	6,01	5,94	5,94	6,05	5,99
Crédits à la consommation	7,39	7,42	7,37	7,34	7,38	7,41	7,35	7,37	7,17	7,33
Total crédit bancaire	6,01	6,09	6,30	6,52	6,23	5,96	5,98	6,03	6,03	6,00

* Moyennes arithmétiques ;

Source : Enquête trimestrielle de BAM auprès des Banques.

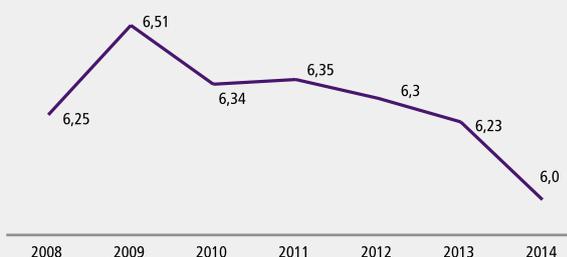
Encadré 1.7.2: Evolution des principales composantes des taux débiteurs au Maroc

Le taux débiteur représente une variable clé, dans la mesure où il permet d'évaluer le coût de financement de l'économie et d'étudier la transmission des décisions de la politique monétaire à l'économie réelle. Son niveau est déterminé en général par l'évolution de ses composantes, à savoir le coût de financement des banques, la marge d'intérêt et la prime de risque.

Avant 1980, les taux débiteurs au Maroc étaient administrés en fonction de l'orientation de la politique économique et des différents plans de développement sectoriels. Par la suite, le processus de la modernisation de l'économie et en particulier du système financier s'est traduit par une libéralisation progressive de ces taux à partir de 1990, devenue totale en janvier 1996¹.

A partir de cette date, les taux débiteurs se sont inscrits dans une tendance baissière, passant d'une tranche de [8% ; 15%] en 1996 à [7% ; 12,5%] en 2005. Depuis 2006, date à partir de laquelle les données de l'enquête de BAM auprès du système bancaire sont devenues disponibles, ce taux est revenu de 6,89% à 6% en 2014.

Graphique E1.7.2.1 : Evolution des taux débiteurs



Cette tendance ne résulte pas exclusivement de l'évolution d'une des composantes des taux débiteurs. Chacune y a contribué différemment en fonction de la conjoncture économique et des conditions monétaires.

En ce qui concerne le coût de financement, il dépend des ressources du système bancaire. celles-ci sont constituées principalement par les dépôts des résidents, avec une part de 65,8% en moyenne entre 2002 et 2014, dont 38% sous forme des dépôts à vue et 17,9% de dépôts à terme. Les émissions de titres de créances et des avances et prêts de la banque centrale, n'y représentant que 3,2% et 2,4% respectivement.

¹ Arrêté du Ministre des finances et des investissements extérieurs n 143-96 du 31 janvier 1996, réglementant les intérêts applicables aux opérations de crédit.

L'analyse de l'évolution du coût de financement bancaire entre 2002 et 2014, permet de distinguer trois phases distinctes :

Avant T1-2005, il s'est inscrit dans une tendance baissière revenant de 1,73% à 1,05%, en relation avec l'amélioration de la part des dépôts à vue dans les ressources des banques de 33% à 38%. Cette phase a été marquée par l'important excédent de liquidités qu'a connu le système bancaire suite aux entrées importantes de devises au titre des recettes MRE et de voyages.

Entre T1-2005 et T4-2008, le coût de financement bancaire a augmenté progressivement pour atteindre 1,46%. La phase sous revue a connu un changement de la situation de liquidités bancaires qui est devenue négative à partir de juillet 2007, ce qui s'est traduit par une hausse de la rémunération des dépôts à terme et des comptes sur carnet, qui représentaient respectivement 19,2% et 9,4% en moyenne des ressources bancaires.

A partir de 2009, le **coût du financement** des banques s'est stabilisé autour de 1,39%. La baisse de la part des dépôts à vue non rémunérés, notamment entre janvier 2009 et octobre 2012, a été compensée par les hausses qu'ont connues les taux assortissant les autres ressources des banques. En 2014, le coût de financement a enregistré une diminution passant de 1,48% au T4-2013 à 1,28% en T4-2014 sous l'effet principalement de l'assouplissement des conditions monétaires.

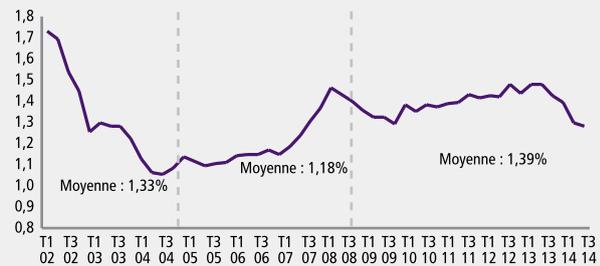
Quant aux autres composantes des taux débiteurs, la **marge d'intérêt des banques**² dépend principalement du degré de concurrence au sein du système bancaire et du développement de la finance directe, tandis que la prime de risque reflète l'appréciation des banques des perspectives économiques. En effet, dans une conjoncture difficile, les revenus des emprunteurs baissent, ce qui peut se traduire, pour les banques, par des difficultés de recouvrement de leurs créances.

L'examen des déterminants de la **marge d'intérêt**, laisse conclure que la concentration du secteur bancaire marocain reste modérée, comme l'indique l'indice Herfindahl-Hirshman³, qui s'est établi à 0,171, valeur inchangée durant les cinq dernières années. En outre, la comparaison³ du niveau de cette marge avec plusieurs pays montre que celle-ci se situe à un niveau relativement moyen, dépassant des pays comme la Malaisie ou le Chili, mais restant en deçà de plusieurs autres comme l'Afrique du Sud ou la Turquie.

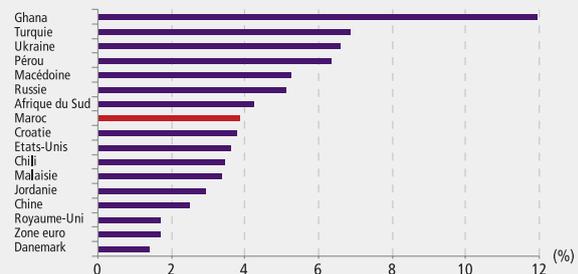
² Cet indicateur se situe dans une fourchette de 0 à 1. Un indice inférieur à 0,1 témoigne d'un marché peu concentré. Le marché est considéré modérément concentré s'il la valeur est comprise entre 0,1 et 0,18 et fortement concentré si elle est supérieure à 0,18.

³ Sur la base de données de DataMarket.

Graphique E.1.7.2.2: Evolution du crédit bancaire et de la croissance non agricole



Graphique E1.7.2.3 : Classement des pays selon leurs marges d'intérêt bancaire 99-2011



De même les émissions des entreprises sur le marché des capitaux jouent un rôle non négligeable dans le financement de l'investissement. A titre d'illustration, le rapport entre l'encours des émissions obligataires et celui des financements des biens d'équipements des entreprises, s'est établi à 24% en moyenne sur les quatre dernières années et s'est inscrit dans une tendance haussière avec un maximum de 26% atteint en 2013.

Dans ce contexte, la marge d'intérêt s'est inscrite dans une tendance baissière entre 2001 et 2014. Sa comparaison par rapport à sa tendance montre qu'elle s'est située ces dernières années en-dessous de sa moyenne de long terme, résultat vraisemblablement des efforts des banques pour attirer la clientèle dans un contexte économique difficile. Quant à la prime risque⁴, elle aurait impacté significativement la trajectoire des taux débiteurs, notamment à partir de 2009, comme l'indique le taux de créances en souffrance, qui s'est établi à 6,9% en 2014 contre 5,9% en 2013 et 5,3% en 2009.

⁴ estimé par l'écart entre les taux débiteurs et les taux de rendement des bons de Trésor.

Pour ce qui est de la rémunération des dépôts, les taux créditeurs sont demeurés globalement stables à 3,79% en moyenne, avec une hausse de 9 points de base pour les dépôts à 6 mois et une baisse de 2 points pour ceux à un an. L'analyse de leur évolution au cours de l'année indique un mouvement baissier à partir de juin, suivi d'une hausse importante en fin d'année. Cette augmentation observée en dépit de la détente des taux sur les marchés interbancaire et de la dette privée, refléterait l'effort des banques pour fidéliser la clientèle et attirer des ressources plus stables. En revanche, le taux minimum appliqué aux comptes sur carnets auprès des banques, indexé sur le taux moyen pondéré des bons du Trésor à 52 semaines au cours du semestre précédent diminué de 50 points de base, a accusé une baisse de 20 points de base par rapport à l'année précédente, s'établissant ainsi à 3,32% en moyenne durant l'année courante.

Tableau 1.7.5 : Taux sur les dépôts à terme et les comptes sur carnets (en %)

	2011	2012	2013	2014: T1	2014: T2	2014: T3	2014: T4	2014
Dépôts à 6 mois	3,32	3,49	3,56	3,51	3,68	3,69	3,71	3,65
Dépôts à 12 mois	3,76	3,83	3,91	3,86	3,91	3,86	3,94	3,89
Dépôts à 6 et 12 mois	3,59	3,70	3,79	3,71	3,81	3,80	3,85	3,79
Comptes sur carnets auprès des Banques	2,97	3,00	3,51	3,62	3,62	3,01	3,01	3,32

*Moyennes arithmétiques.

Concernant les taux des bons du Trésor, ils ont accusé d'importantes diminutions sur le marché primaire, allant de 59 points de base pour la maturité de 15 ans à 142 points pour la maturité de 10 ans.

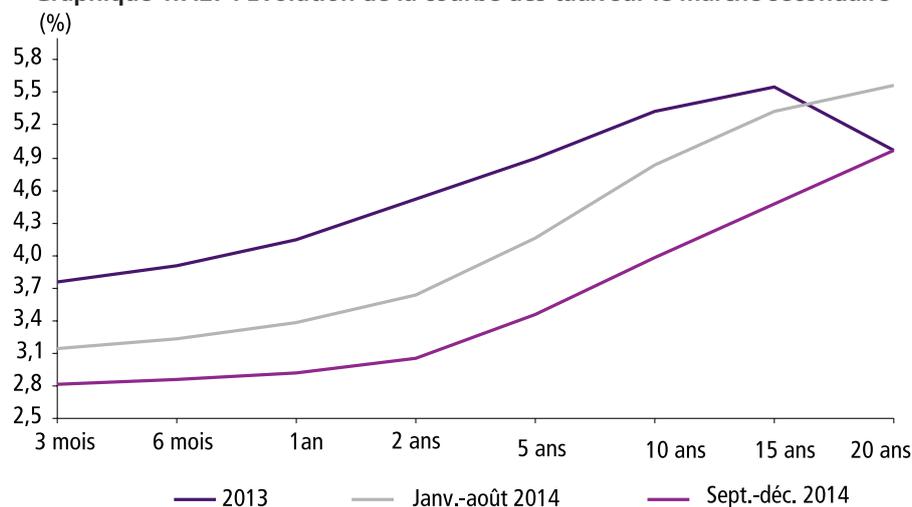
Tableau 1.7.6 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire*

	2011	2012	2013	2014 : T1	2014: T2	2014: T3	2014: T4	2014
Taux courts								
13 semaines	3,31	3,33	3,71	3,30	3,08	2,97	2,68	3,01
26 semaines	3,33	3,48	3,94	3,45	3,15	-	2,79	3,13
52 semaines	3,47	3,69	4,16	3,63	3,25	3,14	2,84	3,22
Taux moyen et long termes								
2 ans	3,64	3,94	4,64	4,04	3,35	-	3,02	3,48
5 ans	3,86	4,22	4,92	4,62	3,91	3,80	3,33	3,92
10 ans	4,14	4,49	5,51	5,43	2,98	-	3,75	4,09
15 ans	4,36	4,70	5,69	5,87	5,14	-	4,30	5,10
20 ans	4,42	5,01	-	5,96	5,66	5,56	4,60	5,50
30 ans	-	5,02	-	-	-	-	5,69	5,69

*Moyennes arithmétiques.

Sur le marché secondaire, la même tendance a été observée pour l'ensemble des maturités. Ces mouvements baissiers, qui se sont particulièrement accélérés après les décisions du Conseil de la Banque centrale d'abaisser son taux directeur, ont impacté les taux des émissions privées, que ce soit des titres de créances négociables ou obligataires.

Graphique 1.7.27 : Evolution de la courbe des taux sur le marché secondaire

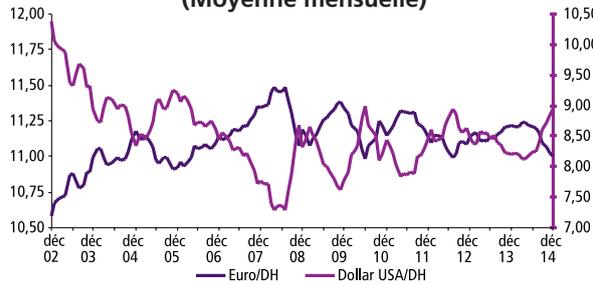


1.7.7 Marché des changes

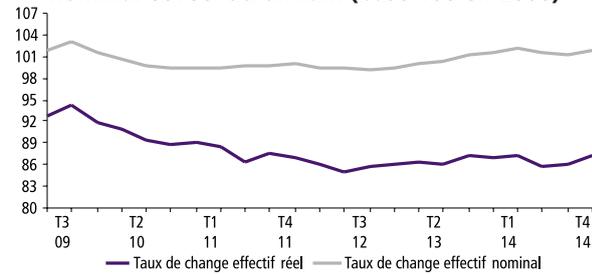
Durant l'année 2014, la valeur de la monnaie nationale a quasiment stagné par rapport à l'euro et s'est légèrement dépréciée de 0,09% face au dollar. Elle a également baissé de 5,16% vis-à-vis de la livre sterling, de 1,30% contre le franc suisse et de 0,77% à l'égard du yuan chinois. En revanche, elle s'est appréciée de 14,9% face à la livre turque, de 9% contre le real brésilien et de 4,1% par rapport à la roupie indienne.

Dans ces conditions, le taux de change effectif nominal s'est apprécié de 0,9% d'une année à l'autre, mais en termes réels, il s'est légèrement déprécié en raison d'un différentiel¹ d'inflation en faveur du Maroc.

Graphique 1.7.28 : Cours de change virement (Moyenne mensuelle)

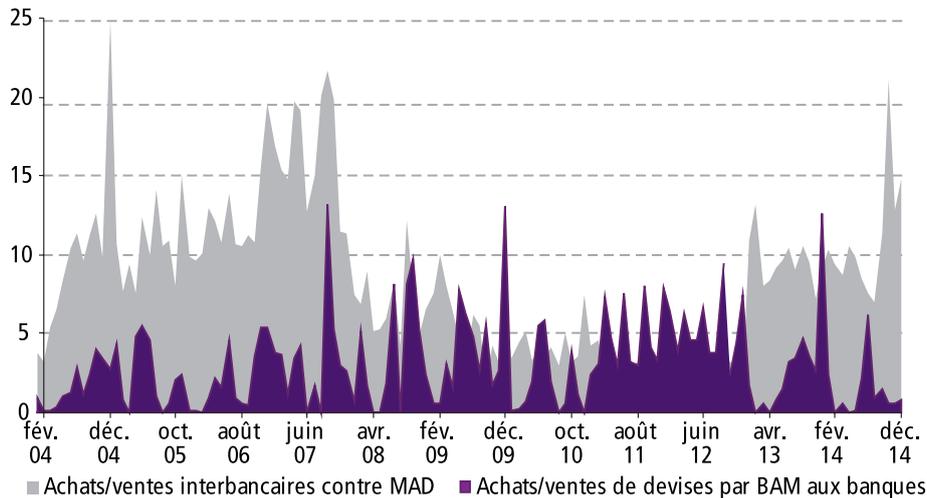


Graphique 1.7.29 : Taux de change effectifs nominal et réel du dirham (base 100 en 2000)



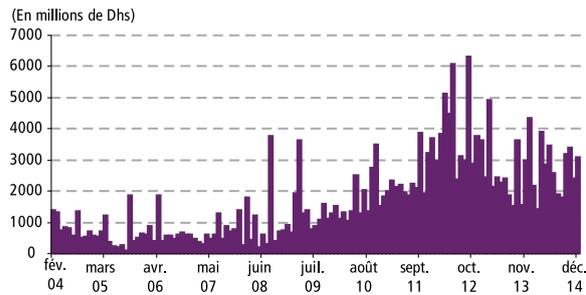
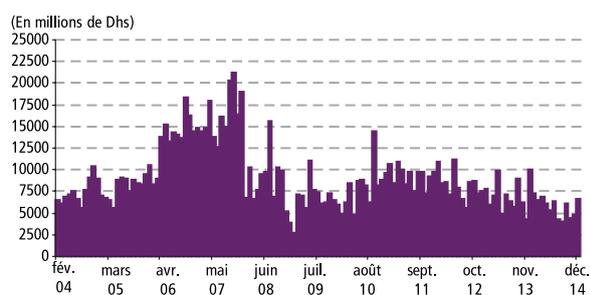
En termes de transactions, le montant des échanges interbancaires devises contre dirhams a atteint une moyenne de 11 milliards de dirhams en 2014, en hausse de 14,7% par rapport à l'année précédente. Parallèlement, les opérations de prêts et emprunts interbancaires en devises ont enregistré une augmentation de 14%, se situant autour d'une moyenne de 35,2 milliards de dirhams. Dans ces conditions, les ventes de devises par Bank Al-Maghrib aux banques ont accusé une nouvelle baisse de 50,9%, après celle de 49,5% en 2013, s'établissant ainsi à 1,3 milliard de dirhams en moyenne.

Graphique 1.7.30 : Transactions au comptant sur le marché des changes (En milliards de Dhs)



Quant aux achats de devises à terme par la clientèle des banques, ils ont diminué de 18,4% en 2014 à 5,7 milliards de dirhams. De même, les ventes à terme se sont inscrites en baisse de 1,3%, à 2,7 milliards de dirhams.

¹ Le niveau d'inflation au Maroc est inférieur à celui des pays de l'échantillon utilisé dans le calcul du taux de change effectif.

Graphique 1.7.31 : Evolution des ventes à terme de devises**Graphique 1.7.32 : Evolution des achats à terme de devises**

Par ailleurs, les transactions en devises effectuées par les banques avec leurs correspondants étrangers ont vu leur volume moyen diminuer de 50,3% en 2014, après une augmentation de 32,4% l'année précédente, se situant ainsi à 38,2 milliards de dirhams. S'agissant des dépôts et des placements en devises des banques à l'étranger, ils se sont accrus de 44% à près de 7 milliards de dirhams. Dans ces conditions, la position nette de change des banques s'est élevée en moyenne annuelle de 5,3 milliards à 8 milliards

Tableau 1.7.7 : Opérations sur le marché des changes (moyenne mensuelle en milliards de DH)

	2013	2014	Variation en %
			2013/2014
Achats/ventes interbancaires contre MAD	9,6	11,0	14,7
Achats de devises par BAM aux Banques	0,2	0	-
Ventes de devises par BAM aux Banques	2,7	1,3	-50,9
Achats/ventes de devises contre devises avec les correspondants étrangers	77,2	38,2	-50,3

1.8 Marchés des actifs

En 2014, la situation sur le marché boursier de Casablanca a continué à se détériorer. L'indice de référence a certes enregistré une hausse de 5,6% après trois années consécutives de baisse, mais le niveau de liquidité mesuré par le rapport du volume de transactions à la capitalisation boursière s'est davantage dégradé. En outre, la contribution du marché au financement de l'économie reste très faible avec un volume d'augmentation de capital en forte baisse.

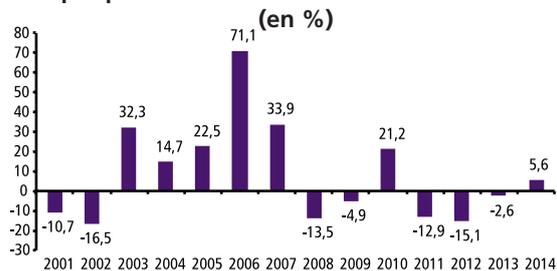
Sur le marché de la dette, le financement s'est effectué dans un contexte favorable marqué par un relatif redressement budgétaire et un assouplissement des conditions monétaires, notamment après les réductions du taux directeur. Les émissions du Trésor ont enregistré une forte diminution, avec une orientation vers le long terme et un recul des taux par rapport à 2013. Dans ce contexte, les conditions sur le marché de la dette privée se sont assouplies, dynamisant les levées qui ont connu une hausse sensible à 83 milliards contre 64 milliards en moyenne entre 2008 et 2013.

Au niveau du marché immobilier, le volume des transactions a poursuivi sa tendance haussière avec une progression de 11,9% en 2014 et de 5,5% en moyenne entre 2010 et 2013. Cette amélioration aurait été favorisée par un accroissement faible à modéré des prix dans la majorité des grandes villes, après une hausse moyenne annuelle de 2,1% durant les quatre précédentes années.

1.8.1 Marché boursier

Le MASI a marqué une rupture de sa tendance baissière entamée depuis 2011, enregistrant une hausse de 5,6% en 2014. Cette performance a été portée essentiellement par les sociétés des secteurs « bâtiments et matériaux de construction » avec une appréciation de 20,6%, « télécommunications » avec 18,5% et « banques » avec 9,5%. En revanche, l'indice sectoriel « immobilier » a accusé une baisse de 28,5%.

Graphique 1.8.1 : Performance annuelle du MASI



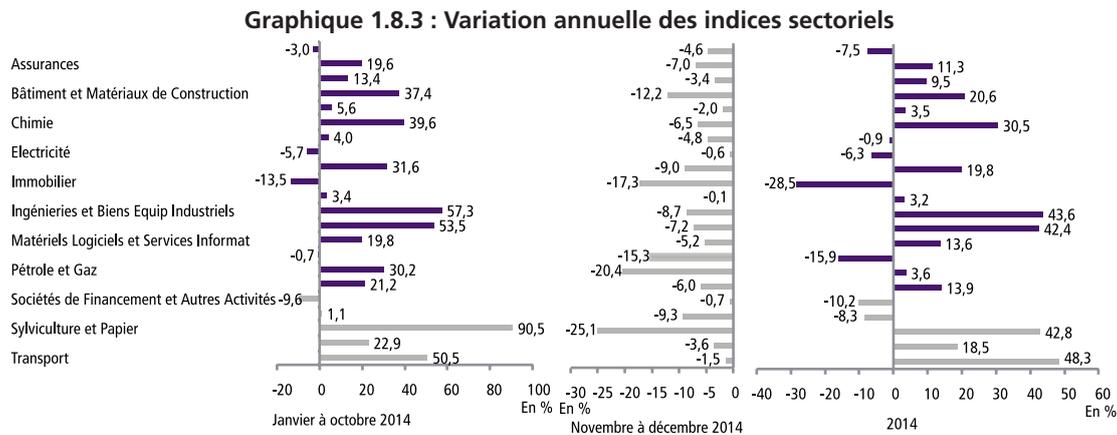
Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 1.8.2 : Evolution quotidienne du MASI entre 2012 et 2014



L'analyse infra-annuelle indique que durant les dix premiers mois de l'année le MASI a poursuivi sa tendance haussière entamée en septembre 2013, enregistrant une performance de 13,6% à fin octobre. Outre l'effet de la publication de résultats semestriels en amélioration, l'annonce du projet de fusion entre Holcim et Lafarge a eu une forte répercussion sur l'évolution des cours des deux sociétés.

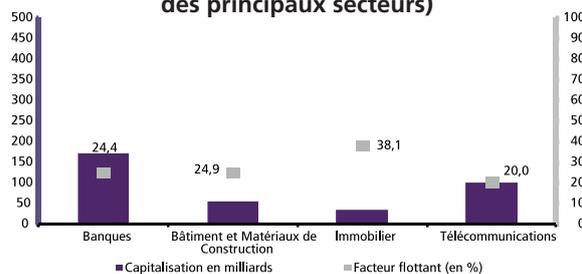
Durant les deux derniers mois de l'année, le MASI a accusé une baisse de 7,1%, ramenant ainsi sa performance annuelle à 5,6%. En plus des difficultés financières de certaines sociétés immobilières cotées, cette baisse traduirait une correction du marché, après les hausses importantes cumulées durant les dix premiers mois, et les effets des décisions de sa rétrogradation de la catégorie des marchés émergents à celle des marchés frontières par FTSE en septembre et Standard and Poor's en novembre.



Source : Bourse de Casablanca.

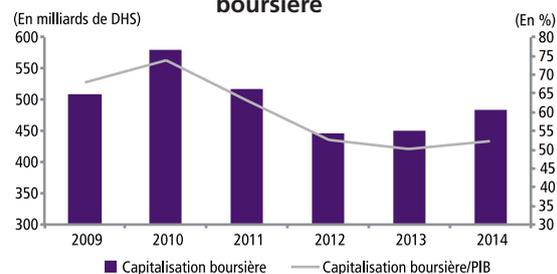
L'année a également été marquée par la radiation de deux valeurs et l'introduction du promoteur immobilier « Résidences Dar Assaada », soit 75 sociétés cotées. Tenant compte, notamment, de l'appréciation du MASI et du faible montant des augmentations de capital, la capitalisation boursière ressort en hausse de 7,4% à 484,4 milliards de dirhams et son ratio au PIB est passé de 51,7% à 53,6%, niveau largement en deçà de sa moyenne de 64,3% entre 2009 et 2012.

Graphique 1.8.4 : Capitalisation et facteur flottant des principaux secteurs)



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 1.8.5 : Evolution de la capitalisation boursière



En ce qui concerne le niveau de valorisation du marché, le PER¹ a connu une importante hausse par rapport à la moyenne des cinq dernières années à 18,5, s'éloignant ainsi des niveaux observés sur les marchés les plus importants de la catégorie des marchés frontières. Malgré cette cherté relative, la comparaison sur la base du « Dividend Yield² » montre un niveau de rendement relativement élevé de 4,47 contre 3,33 pour le Koweït et 4,34 pour le Nigéria, les deux principales bourses de la catégorie des marchés frontières.

Tableau 1.8.1: PER et Dividend Yield des pays les plus représentés dans la catégorie des marchés frontières

	PER			Dividend Yield		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Koweït	16,7	18,3	17	3,32	2,89	3,33
Nigéria	12,8	13,6	12	3,36	2,73	4,34
Argentine	8,2	4,2	11,6	1,94	1,16	1,29
Pakistan	8,7	12,1	11,8	5,62	4,15	4,32
Maroc	15,1	15,7	18,5	4,43	4,24	4,47

Source : Datastream.

La hausse des cours en 2014 s'est accompagnée d'une contraction de 20% du volume des échanges à 49,8 milliards de dirhams, soit son niveau le plus bas enregistré depuis 2005. Cette diminution reflète un recul des opérations de blocs sur les compartiments actions et obligations, les transactions au niveau du marché central ayant en revanche augmenté de 8,1%.

Pour ce qui est des opérations particulières, l'année a été marquée essentiellement par l'introduction en bourse de la société « Résidences Dar Assaada » par augmentation de capital. Cette opération a porté sur 5.241.770 actions à un coût unitaire de 215 dirhams, soit un montant de 1,1 milliard de dirhams. Quant aux augmentations de capital, leur volume s'est limité à 425,1 millions de dirhams contre 3,2 milliards en 2013 et une moyenne de 7 milliards entre 2010 et 2012.

Tableau 1.8.2 : Evolution des volumes de transactions (en millions de DH)

	2011	2012	2013	2014
I- Actions	93 858	52 552	54 558	44 336
1-Marché central	35 211	29 729	26 450	27 595
2-Marché des blocs	16 089	12 470	22 101	11 816
Total du marché secondaire (1+2)	51 299	42 199	48 550	39 411
3-Introductions	416	27	1 000	1 127
4-Apports de titres	33 783	2 063	644	2 493
5-Offres publiques	3	177	45	675
6-Transferts	978	617	1 116	206
7-Augmentations de capital	7 379	7 469	3 202	425
Total des autres marchés (3+4+5+6+7)	42 559	10 353	6 008	4 926

1 Le Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours d'une action et son bénéfice net.

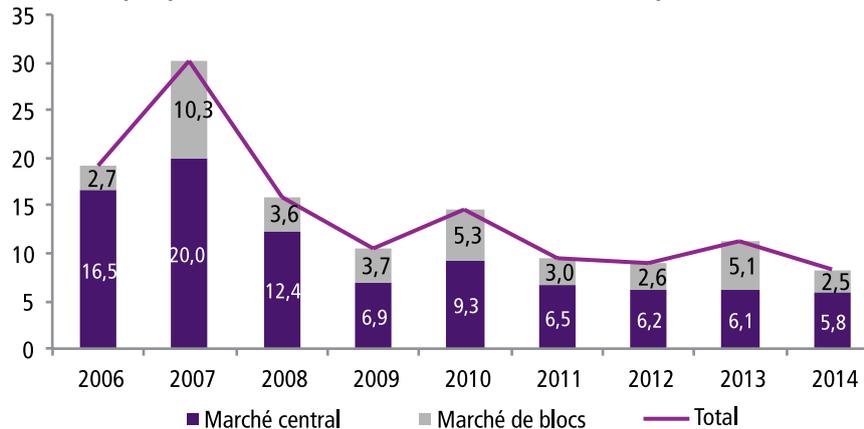
2 C'est le ratio entre le dividende distribué et le cours.

	2011	2012	2013	2014
II- Obligations	9 510	8 483	7 584	5 475
8- Marché central	4 932	3 205	2 171	3 355
9- Marché des blocs	3 665	4 368	4 713	1 936
Total du marché secondaire (8+9)	8 597	7 572	6 884	5 291
10- Introductions	889	910	700	184
11- Apports de titres	23	-	-	-
12- Transferts	-	0	0	-
Total des autres marchés (10+11+12)	912	910	700	184
Total (I + II)	103 368	61 034	62 142	49 811

Source : Bourse de Casablanca.

La faiblesse du volume des transactions s'est reflétée au niveau du ratio de liquidité qui s'est établi à 8,3% en 2014, en baisse de 2,6 points de pourcentage par rapport à 2013. Sur le marché central en particulier, ce ratio a poursuivi son recul s'établissant à 5,8% contre 6,1% en 2013 et 20% en 2007. En raison de cette tendance baissière de la liquidité, Standards and Poor's et le fournisseur d'indices FTSE ont rétrogradé la bourse de Casablanca de la catégorie des marchés émergents à celle des marchés frontières.

Graphique 1.8.6 : Evolution annuelle du ratio de liquidité (en %)



Sources : Bourse de Casablanca et calcul BAM.

1.8.2 Titres de dette

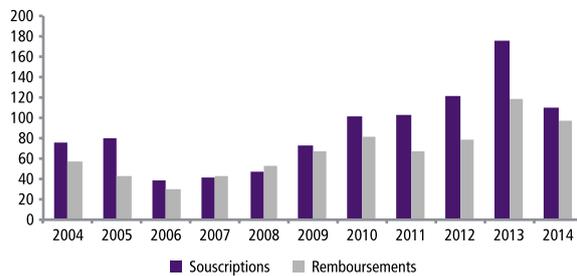
Bons du Trésor

Après avoir atteint un niveau record en 2013, les levées du Trésor ont accusé une forte diminution de 37,1% à 110,2 milliards de dirhams, en relation notamment avec la baisse du montant de ses remboursements. Ces émissions ont été effectuées dans des conditions favorables avec une détente des taux et un allongement de la maturité moyenne. Les bons à moyen et à long termes

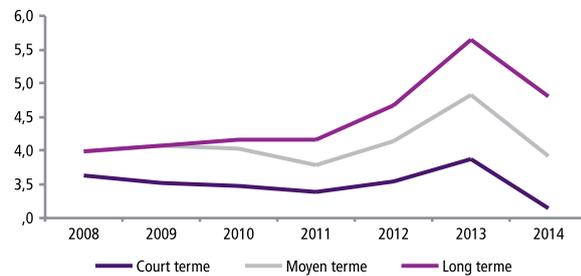
ont représenté respectivement 32,8% et 54,5% du volume des levées contre 38,1% et 14,1% un an auparavant. Ils ont été assortis de taux moyens en baisse de 90 points à 3,8% et de 40 points à 5,2% respectivement. La maturité courte a représenté 12,7% des levées contre 47,9% en 2013, avec des taux en baisse de 80 points de base à 3,2%.

Par ailleurs, l'année a été marquée par une gestion active de la dette à travers le recours du Trésor aux opérations d'échange pour un montant de 30,8 milliards de dirhams, et de rachat de titres pour 1,1 milliard dans l'objectif de lisser les remboursements et d'allonger la durée de vie moyenne de la dette intérieure.

Graphique 1.8.7 : Evolution des souscriptions et des remboursements de bons du Trésor (en milliards de dirhams)



Graphique 1.8.8 : Evolution des taux moyens des bons du Trésor sur le marché primaire en (%)

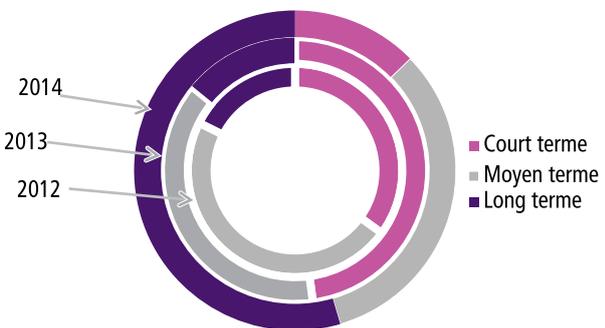


Tenant compte des remboursements d'un montant de 97,1 milliards de dirhams, les émissions nettes de bons du Trésor ressortent en recul sensible à 13,1 milliards contre 56,2 milliards en 2013 et 19,4 milliards en moyenne entre 2008 et 2012. Au total, l'encours des bons du Trésor s'est inscrit en hausse de 3,2% à 426,1 milliards et sa maturité moyenne s'est allongée de 1 an et 6 mois pour s'établir à 5 ans et 10 mois.

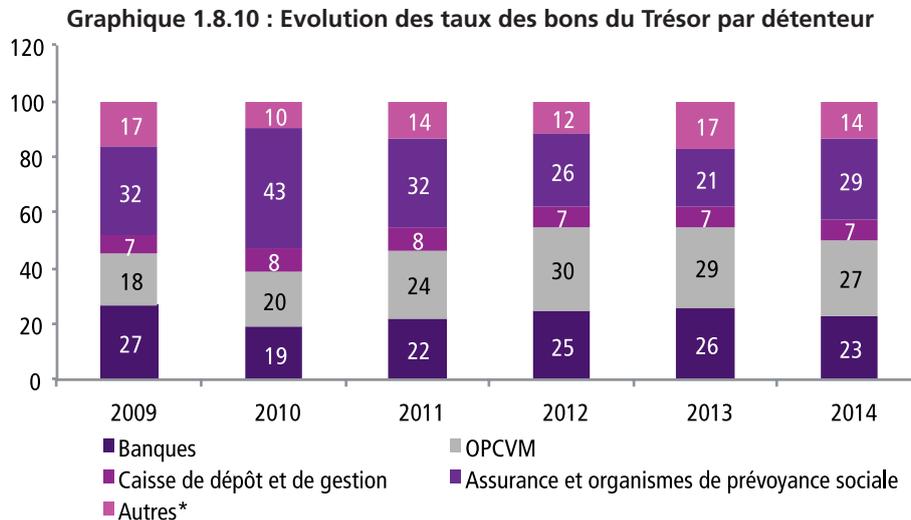
Tableau 1.8.3: Evolution de la dette intérieure du Trésor (en milliards de dirhams)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Encours	257,9	277,4	314,2	356,7	412,97	426,1
court terme	59,0	33,8	16,4	15,7	33,9	14,9
moyen terme	43,8	81,9	122,4	156,8	177,6	165,0
long terme	155,1	161,6	175,5	184,3	201,6	246,2
Souscriptions	72,9	101,1	103,5	120,3	175,2	110,2
court terme	49,9	42,3	25,4	42,1	83,9	14,0
moyen terme	23,0	47,2	60,3	57,0	66,7	36,1
long terme	0,0	11,7	17,8	21,2	24,7	60,1
Remboursements	67,7	81,6	67,1	77,8	118,9	97,1
court terme	25,9	67,4	43,3	42,7	65,7	32,9
moyen terme	29,8	6,6	19,8	22,6	45,9	48,6
long terme	12,0	7,6	3,9	12,4	7,4	15,5

Graphique 1.8.9 : Structure par terme des émissions des bons du Trésor (en %)



Par détenteur, l'analyse de la structure de l'encours des bons du Trésor indique que la part des assurances et organismes de prévoyance sociale a connu une augmentation de 8 points de pourcentage à 29%, mais reste inférieure à sa moyenne sur la période 2008-2012, soit 33%. En revanche, celle des OPCVM a poursuivi sa baisse entamée en 2012, revenant de 29% en 2013 à 27% en 2014 et celle des banques est revenue de 26% à 23%.



* Autres : Sociétés de financement, autres institutions financières et entreprises non financières.

Titres de dette privée

Après une forte contraction en 2013, les émissions privées ont enregistré une importante augmentation de 27,5% à 83 milliards de dirhams, un niveau jamais observé auparavant. La ventilation de ces financements par émetteur montre que les sociétés financières restent les principales bénéficiaires avec une part de 72% des levées. Pour ce qui est des entreprises non financières, leurs émissions ont atteint 33 milliards de dirhams dont 52% sur le marché obligataire et 48% sous forme de billets de trésorerie. L'accès à ce marché reste limité aux entreprises de grande taille, 46 d'entre elles y ont émis des titres entre 2010 et 2014, avec un montant moyen de 983,5 millions de dirhams et un minimum de 40 millions de dirhams.

Tableau 1.8.4 : Evolution de la dette obligataire par émetteur

Emissions (en millions de dirhams)	2010	2011	2012	2013	2014	Variation 2014/2013	
						En millions	En %
Global	77 288	69 973	76 870	65 092	83 006	17 914	27,5
Titres de créances négociables	51 550	57 563	57 194	60 592	66 322	5 730	9,5
Certificats de dépôt	42 057	43 963	43 424	50 853	47 498	-3 355	-6,6
Bons de société de financement	6 050	7 649	5 043	40	7 502	7 462	-
Billet de trésorerie	3 443	5 952	8 727	9 700	11 322	1 623	16,7
Obligataires	25336	12410	19626	4500	16684	12184	270,8
Sociétés Financières	1840	1560	7376	2250	4660	2410	107,1
Dont banques	1200	1500	3250	2250	4200	1950	86,7
Sociétés non Financières	23496	10850	12250	2250	12024	9774	434,4

Source : BAM.

S'agissant des sociétés financières, les levées des banques se sont établies à 51,7 milliards de dirhams, en diminution de 2,6% par rapport à 2013. Cette baisse, qui serait attribuable à l'amélioration de leur position structurelle de liquidité et de leurs ressources, en particulier les dépôts qui ont progressé de 6%, recouvre un repli de 6,6% des émissions de certificats de dépôt à 47,5 milliards. En revanche, sur le marché obligataire, les titres émis se sont accrues passant de 2,3 milliards à 4,2 milliards. La structure de ces émissions par terme, qui reste dominée par les maturités courtes, a été marquée en 2014 par une hausse de la part des titres à moyen terme de 14% à 38%, niveau proche de sa moyenne entre 2010 et 2012.

Quant aux sociétés de financement, après une quasi-absence en 2013, leurs levées ont atteint 8 milliards de dirhams contre une moyenne de 7,8 milliards entre 2010 et 2012. Elles ont été orientées essentiellement vers le moyen terme et assorties, pour les bons de sociétés de financement, de taux allant de 3,53% à 5,05%. En revanche, le montant des émissions obligataires de ces sociétés est demeuré faible, se chiffrant à 0,46 milliard de dirhams.

Dans ces conditions, l'encours de la dette privée des sociétés financières ressort en quasi-stabilité à 97,4 milliards de dirhams, les niveaux élevés des émissions ayant été contrebalancés par d'importants remboursements.

Pour ce qui des sociétés non financières, leurs émissions ont enregistré une forte hausse à 23,3 milliards, effectuées par les entreprises privées à hauteur de 88%. Les obligations en ont constitué 52% et ont été assorties de taux variant entre 3,55% et 6,5% contre 48% pour les billets de trésorerie qui ont été émis à des taux allant de 3,1% à 6,5%. Au total et compte tenu d'un montant de remboursement de 10,1 milliards, l'encours de la dette privée des sociétés non financières a atteint 71,8 milliards, en hausse de 4,9% par rapport à 2013.

Tableau 1.8.5 : Evolution de l'encours sur le marché de la dette privée

Emissions (en millions de dirhams)	2010	2011	2012	2013	2014	Variation 2014/2013	
						En millions	En %
Global	123 876	152 037	169 163	165 934	169 430	3 496	2,1
Titres de créances négociables	59 935	77 884	80 743	74 843	73 668	-1 175	-1,6
Certificats de dépôt	44 500	57 798	59 068	58 574	55 088	-3 486	-6,0
Bons de société de financement	13 640	17 189	18 209	12 848	13 744	896	7,0
Billets de trésorerie	1 795	2 897	3 467	3 422	4 836	1 415	41,3
Obligataires	63941	74153	88420	91091	95762	4671	5,1
Sociétés Financières	19821	20790	26195	26074	28799	2725	10,5
Sociétés non Financières	44120	53364	62226	65017	66964	1947	3,0

Source : BAM.

1.8.3 Titres d'OPCVM

Les souscriptions aux titres d'OPCVM ont connu un fort engouement en 2014 notamment pour les fonds obligataires. Elles ont atteint un niveau record de 621,2 milliards de dirhams, en hausse de 20%. Tenant compte d'une progression des rachats de 12,7% à 586,9 milliards, la collecte nette ressort exceptionnellement à 34,5 milliards contre une décollecte de 2,8 milliards en 2013 et une moyenne de 8,5 milliards entre 2010 et 2012. La ventilation des souscriptions nettes par catégorie montre la prédominance des OPCVM obligataires avec une part de 87% dont plus de la moitié à moyen et long termes.

L'évolution infra-annuelle indique que d'importantes souscriptions nettes ont été enregistrées entre février et avril, qui seraient attribuables à l'anticipation par les investisseurs d'une baisse des taux. Durant le quatrième trimestre, avec les décisions de Bank Al-Maghrib de réduire le taux directeur, le marché a connu également une forte dynamique avec des souscriptions nettes d'un montant de 19 milliards.

Tableau 1.8.6 : Evolution de l'actif net, des souscriptions et des remboursements des OPCVM

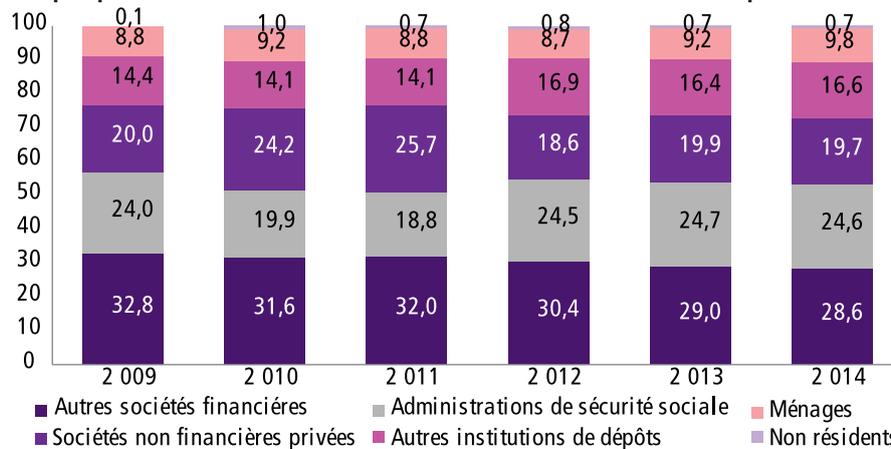
(En milliards de DH)		2010	2011	2012	2013	2014
Actif net	OPCVM monétaires	59,5	60,6	71,4	68	73,7
	OPCVM autres que monétaires	165,4	168,9	170,4	177,5	226,9
	Obligataires	128,1	135,8	140,7	147,8	193,4
	Actions	22,2	22,2	20,7	20	21,1
	Total	224,9	229,5	241,8	245,5	300,6
Souscriptions	OPCVM monétaires	365,1	388,1	428,1	373,8	428,6
	OPCVM autres que monétaires	141,9	126,8	152,6	144,3	192,9
	Obligataires	131,7	117,8	135,8	137,6	181,9
	Actions	7,4	4,5	3,8	2,3	4,3
	Total	507	514,9	580,7	518,1	621,5

		(En milliards de DH)				
		2010	2011	2012	2013	2014
Rachats	OPCVM monétaires	362,6	389	396,5	379,6	425,6
	OPCVM autres que monétaires	120,3	123,3	185,4	141,3	161,3
	Obligataires	112	113,5	174,1	134,4	152,2
	Actions	5,3	5,1	2,7	2,2	4,0
	Total	482,9	512,3	581,9	520,9	586,9

Source : CDVM.

Ces évolutions, conjuguées à un rendement moyen de 8,4% des OPCVM, ont porté l'actif net à 300,5 milliards, en hausse de 22,4% contre 11,2% en moyenne entre 2008 et 2013. Les détentions des sociétés financières en ont représenté 43% contre 24% pour les organismes de prévoyance et de retraite et 19% pour les sociétés non financières privées. Pour ce qui est de la part des ménages, elle s'est légèrement renforcée passant de 9,2% à 9,8%.

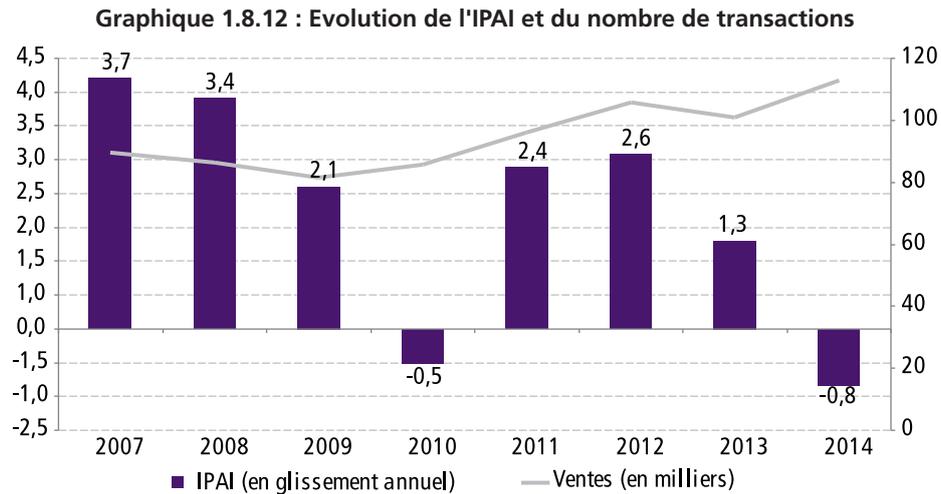
Graphique 1.8.11 : Evolution de la structure de l'actif net des OPCVM par détenteur



Source : CDVM.

1.8.4 Actifs immobiliers

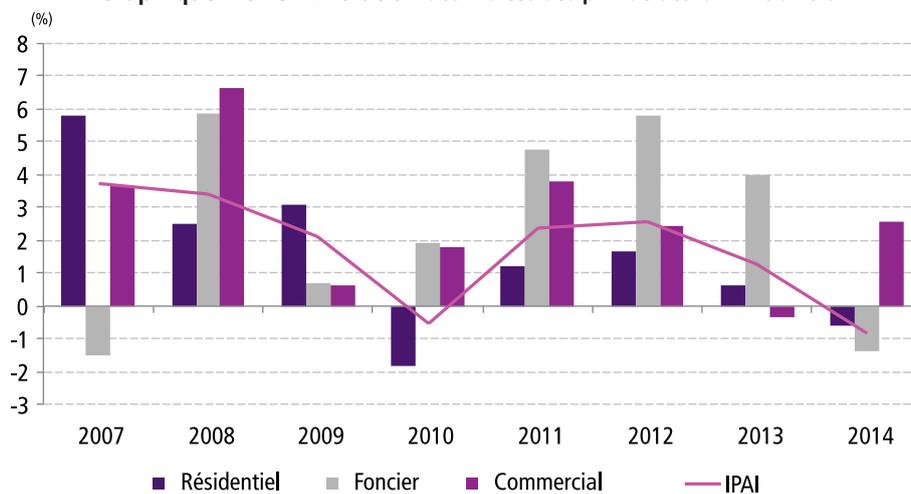
L'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré en 2014 une légère baisse, traduisant principalement le repli des prix à Marrakech, alors que les autres grandes villes ont connu des progressions faibles à modérées. Ces évolutions auraient relativement dynamisé les ventes qui ont connu des hausses importantes pour toutes les catégories d'actifs.



Evolution au niveau national

Après une hausse de 1,3% en 2013, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est inscrit en légère baisse de 0,8%, reflétant des replis de 1,4% pour le foncier et de 0,6% pour les biens résidentiels après des hausses respectives de 4% et 0,6%. Pour ces derniers, les prix ont affiché des diminutions de 0,5% pour les appartements, de 0,9% pour les maisons et de 1,7% pour les villas. En revanche, les prix des biens à usage commercial ont progressé de 2,5% contre une baisse de 0,3% en 2013, avec une augmentation de 2,8% pour les bureaux et de 2,6% pour les locaux commerciaux.

Graphique 1.8.13 : Evolution des indices des prix de actifs immobiliers



Concernant les transactions, après un recul de 4,7%, leur volume a enregistré une progression de 11,9%. Cette amélioration a concerné tous les biens à l'exception des maisons de type marocain dont les ventes ont baissé de 9,7%. Pour ce qui est des acquisitions d'appartements, qui représentent 68% des transactions, elles ont augmenté de 17% après un recul de 1,2%. Pour les autres catégories, les transactions sur le foncier ont progressé de 1,1%, tandis que celles portant sur les biens à usage professionnel se sont accrues de 13,8%, reflétant une amélioration des ventes aussi bien pour les locaux commerciaux que pour les bureaux.

Tableau 1.8.7 : Evolution de l'IPAI par catégorie d'actifs (en %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Global	3,4	2,1	-0,5	2,4	2,6	1,3	-0,8
Résidentiel	2,5	3,1	-1,8	1,2	1,7	0,6	-0,6
Appartement	1,5	3,8	-2,9	0,3	1,5	0,3	-0,5
Villa	7,3	0,2	2,2	6,2	1,8	-1,9	-1,7
Maison	5,7	2,0	2,4	3,5	2,1	1,5	-0,9
Foncier	5,9	0,7	2,0	4,8	5,8	4,0	-1,4
Professionnel	6,7	0,6	1,8	3,8	2,4	-0,3	2,5
Local Commercial	6,0	1,3	2,3	4,3	1,7	-0,1	2,6
Bureau	10,2	-2,2	-1,1	1,0	5,8	-1,3	2,8

Sources : ANCFCC et calcul BAM.

Analyse des grandes villes

L'analyse de l'évolution par ville montre qu'à l'exception de Marrakech où il a enregistré une baisse de 2,9%, l'IPAI a connu des hausses faibles à modérées dans toutes les autres grandes villes. Pour ce qui est des transactions, excepté Agadir qui a enregistré une baisse importante et Tanger où les ventes se sont stabilisées, toutes les autres grandes villes ont connu une amélioration par rapport à 2013.

Tableau 1.8.8 : Variation de l'IPAI et du nombre de transactions pour les principales villes (en %)

	IPAI			Transactions		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Agadir	1,1	1,3	2,7	56,1	-2,5	-11,9
Kenitra	2,6	0,5	0,2	17,2	-2,9	10,1
Marrakech	-0,5	3,3	-2,9	1,5	-20,6	15,7
Oujda	5,5	6,2	1,0	9,7	-6,5	14,2
Casablanca	-0,3	1,5	0,1	5,5	1,2	30,3
Rabat	0,0	-0,4	0,4	-8,7	-10,3	3,1
Meknès	4,2	-1,5	1,1	14,1	-32,1	27,3
Fès	1,7	0,6	0,6	7,5	-3,2	3,3
Tanger	3,6	2,3	0,6	21,1	15,6	-0,2
Global	2,6	1,3	-0,8	10,0	-4,7	11,9

Sources : ANCFCC et calcul BAM.

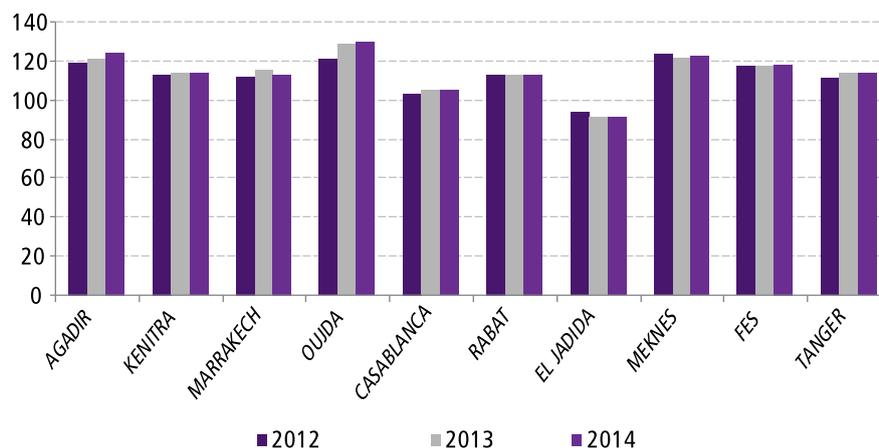
Au niveau de Casablanca, après une appréciation de 1,5%, les prix des actifs immobiliers se sont quasiment stabilisés et le nombre de transactions a atteint 27.774 unités contre une moyenne de 20.777 entre 2008 et 2013. Les ventes d'appartements, en particulier, ont connu une hausse de 33,4% qui serait liée à l'achèvement d'un nombre important de projets en 2014.

Dans la ville de Rabat, en dépit de la persistance des prix à des niveaux élevés, les ventes ont connu une amélioration de 6,4% pour les appartements. En revanche, la rareté des terrains s'est reflétée aussi bien sur leur prix qui se sont accrus de 10,8% que sur le nombre de ventes qui a accusé une nouvelle baisse de 13,8%.

En parallèle, la diminution des prix à Marrakech est imputable à la baisse de 7,1% de ceux des terrains et dans une moindre mesure au repli de 0,3% des prix des appartements. Quant aux transactions, elles ont enregistré une hausse sensible de 24% pour les appartements, alors que celles portant sur les terrains ont reculé de 2,5%.

Concernant la ville de Tanger, les transactions se sont maintenues au niveau relativement élevé enregistré en 2013. Les ventes d'appartements ont affiché une augmentation de 1%, accompagnée d'une baisse de 0,4% des prix et celles concernant les terrains urbains se sont contractées de 9% avec une hausse de 2% des prix.

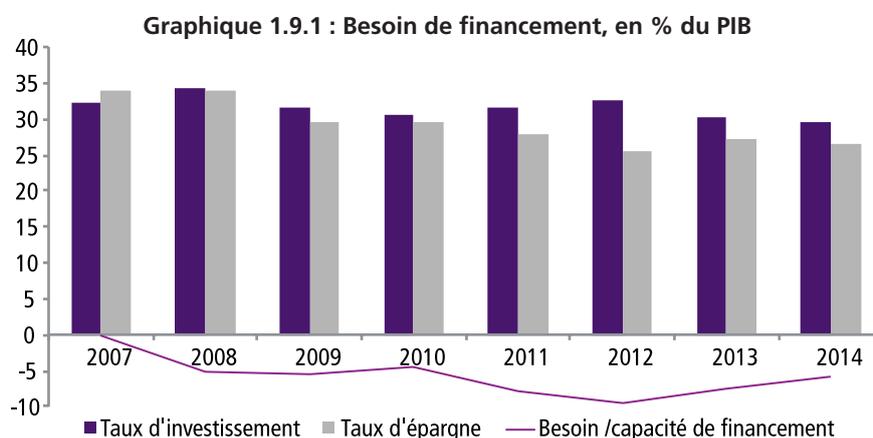
Graphique 1.8.14 : Evolution des prix de actifs immobiliers dans les principales villes du Royaume



Sources : ANCFCC et calcul BAM.

1.9 Financement de l'économie

Le revenu national brut disponible s'est établi à 985,2 milliards de dirhams en 2014, en hausse de 2,4% par rapport à 2013. Tenant compte d'une augmentation de la consommation de 3,2% à 741,4 milliards, l'épargne nationale brute a enregistré une progression limitée de 0,1% à 243,8 milliards. Au regard d'une baisse de l'investissement de 4,8% à 297,7 milliards, le besoin de financement de l'économie s'est allégé pour la deuxième année consécutive à 53,9 milliards.



Sources : HCP et calculs BAM.

Par secteur institutionnel, le besoin de financement des administrations publiques¹ aurait légèrement baissé, reflétant notamment une atténuation du déficit du Trésor de 5,1% en 2013 à 4,9% du PIB. Le besoin de ce secteur a été financé à hauteur de 59% sur le marché domestique et le reste a été couvert en grande partie par l'émission de titres sur le marché international.

Le besoin de financement des sociétés non financières se serait également allégé, reflétant principalement une légère hausse qu'aurait connue leur revenu², alors que leurs dépenses d'investissement se seraient inscrites en baisse. Pour couvrir ce besoin, ces sociétés ont eu recours au marché domestique du crédit pour un montant net de 15,7 milliards de dirhams et ont bénéficié de prises de participation de non-résidents pour un flux net de 30,5 milliards.

Pour ce qui est des ménages, leur situation financière se serait améliorée, comme l'indique l'importante augmentation de leurs placements. En particulier, les dépôts nets ont augmenté de 27,9% à 47,2 milliards et les détentions en titres d'OPCVM ont plus que doublé à 5,1 milliards dans un contexte marqué par une importante hausse des rendements de ces titres notamment ceux obligataires.

¹ Les administrations publiques incluent l'Administration centrale, les collectivités locales et les organismes de prévoyance à régime obligatoire.

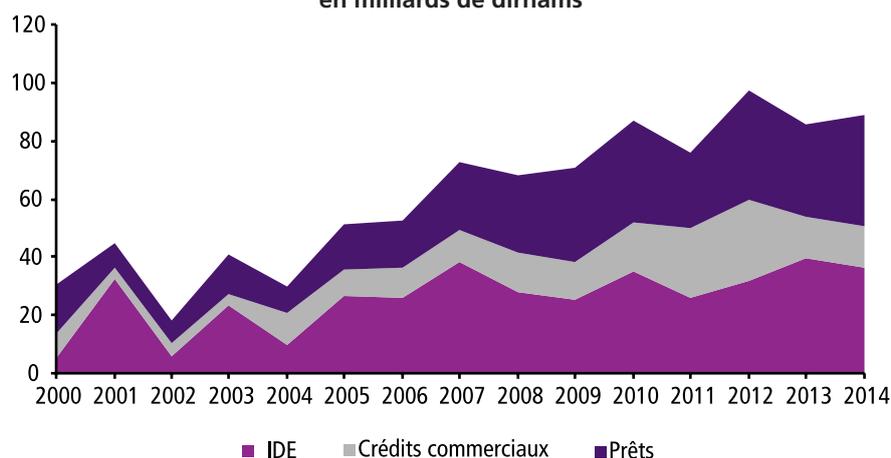
² Revenu national brut disponible des sociétés non financières.

1.9.1 Flux financiers avec le reste du monde

Le financement extérieur de l'économie nationale en 2014 a été assuré en grande partie par le biais de prises de participations des non-résidents dans les entreprises nationales qui se sont établies à 32,8 milliards de dirhams, après 31,3 milliards, et d'émissions sur le marché international avec un flux net de 26 milliards contre 8,8 milliards en 2013. En revanche, les entrées nettes au titre des prêts se sont inscrites en baisse de 8,8 milliards à 16,8 milliards et les crédits commerciaux sont revenus de 14,5 milliards à 14 milliards.

La ventilation par secteur institutionnel fait ressortir que la plus grande part de ces financements a bénéficié aux sociétés non financières, notamment sous forme de prises de participation. Les flux nets au titre de ces investissements ont atteint 30,5 milliards de dirhams contre 14,9 milliards pour les émissions sur le marché international et 14,6 milliards pour les prêts. Concernant les administrations publiques, leur endettement extérieur s'est effectué principalement à travers une émission de titres souverains à hauteur de 1,3 milliard de dollars¹, l'encours des prêts ayant baissé de 2 milliards de dirhams après une hausse de 8,5 milliards en 2013.

Graphique 1.9.2 : Structure des financements extérieurs des entreprises non financières en milliards de dirhams



Par ailleurs, les flux des avoirs financiers des résidents vers le reste du monde ont totalisé 43,5 milliards de dirhams, en hausse de 26,1 milliards par rapport à 2013. Cette évolution s'explique notamment par la hausse des détentions de Bank Al-Maghrib en titres souverains, qui ont atteint 30,8 milliards de dirhams contre 19,9 milliards. De même, les prises de participations des résidents se sont établies à 6 milliards de dirhams contre 4 milliards en 2013 et ont été effectuées principalement par les sociétés non financières à hauteur de 4,3 milliards. La part des

¹ Emission obligataire du Trésor a été encaissée le 19 juin 2014, dont une part de 3% ou l'équivalent de 316,6 millions de dirhams a été souscrite par des résidents et par conséquent non intégrée au niveau du tableau des flux financiers avec le reste du monde.

investissements destinés à la France s'est située à 35,2% contre 16,8% pour les Etats-Unis. En revanche, les investissements à destination de l'Afrique ont représenté 36,8% au lieu de 73,2% et ont bénéficié principalement au Sénégal et à la Côte d'Ivoire. Quant aux dépôts à l'étranger des banques résidentes, leur encours a enregistré une baisse de 9 milliards de dirhams.

Au total, les flux nets de financement mobilisés auprès du reste du monde ont permis la couverture de 41% des besoins de financements des secteurs résidents.

Tableau 1.9.1 : Principaux flux financiers de l'économie nationale* avec le reste du monde, en milliards de dirhams

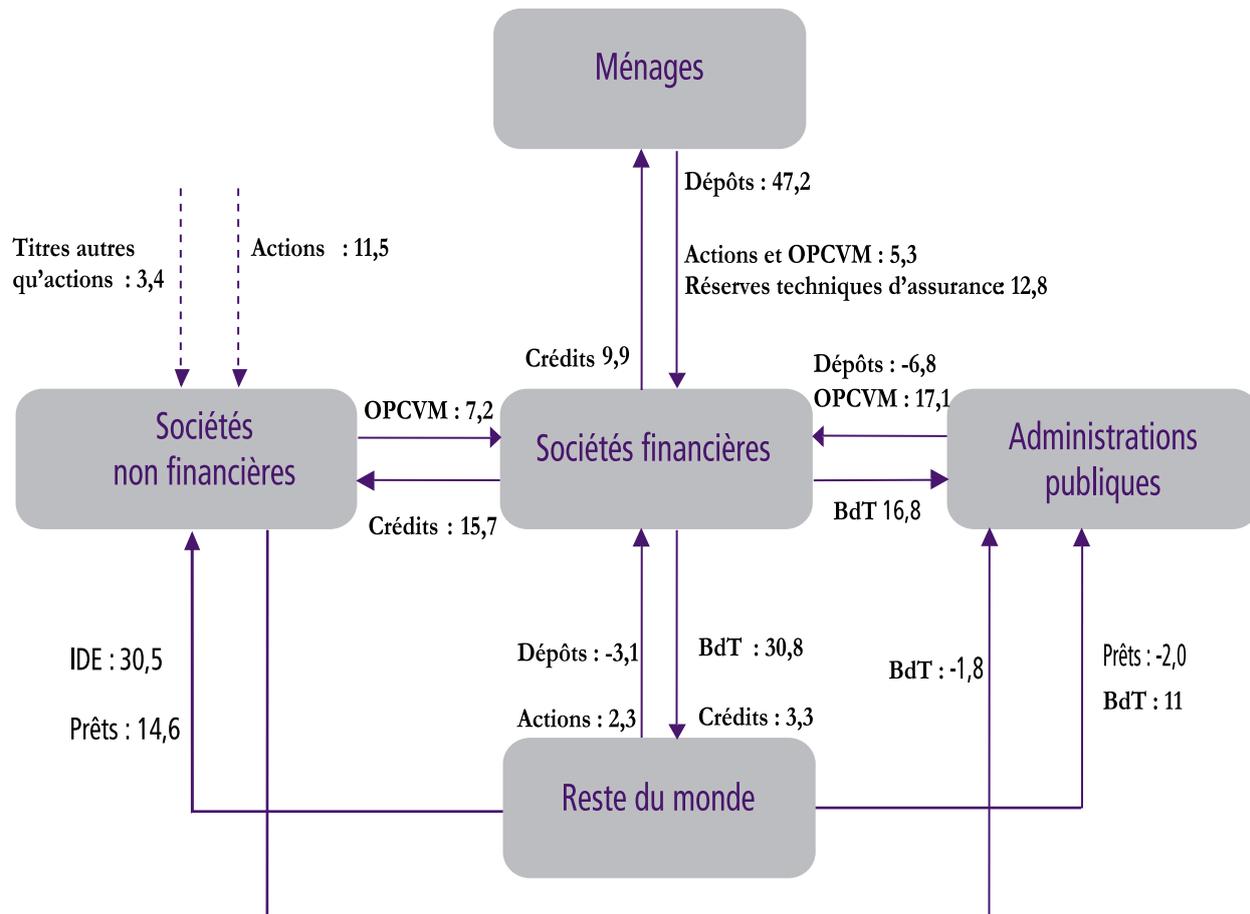
	2013				2014			
	Total	APU	SNF	SF	Total	APU	SNF	SF
Solde	-68,8	-14,9	-58,1	4,9	-42,7	-9,0	-63	29,3
Avoirs des résidents sur le reste du monde	17,4	0	2,2	15,8	43,5	0	10,9	32,6
Or et DTS	-0,6	-	-	-0,6	4,2	-	-	4,2
Numéraire et dépôts	-7,4	-	-	-7,4	-7,5	-	-	-7,5
Titres								
Actions et autres participations	4	-	2,2	1,8	6	-	4,3	1,7
Bons de Trésor	19,9	-	-	19,9	30,8	-	-	30,8
Prêts	2,7	-	-	2,7	3,3	-	-	3,3
Crédits commerciaux	-	-	-	-	6,6	-	6,6	-
Autres comptes à payer	-	-	-	-	-	-	-	-
Engagements des résidents vis-à-vis du reste du monde	86,2	14,9	60,3	10,9	86,2	9,0	73,9	3,2
Numéraire et dépôts	6,9	-	-	6,9	-3,1	-	-	-3,1
Titres								
Actions et autres participations	31,3	-	28,7	2,6	32,8	-	30,5	2,3
Titres autres qu'actions	2,4	-	-	2,4	15	-	14,9	0,1
Bons de Trésor	6,4	6,4	-	-	11	11	-	-
Prêts	25,5	8,5	17,1	-0,1	16,8	-2,0	14,6	4,2
Crédits commerciaux	14,5	-	14,5	-	14	-	14	-

* APU : Administrations publiques, SNF : Sociétés Non Financières, SF : Sociétés Financières

1.9.2 Flux financiers entre les secteurs résidents

Les flux financiers entre les secteurs résidents ont été marqués en 2014 par une importante hausse des crédits destinés aux sociétés non financières et une baisse des engagements des administrations publiques, reflétant notamment une diminution des émissions nettes du Trésor sur le marché de la dette souveraine. En parallèle, les placements des ménages ont enregistré une hausse et ont été effectués notamment sous forme de dépôts et de souscriptions au titre d'OPCVM.

Graphique 1.9.3 : Principaux flux financiers entre les secteurs institutionnels en 2014
en milliards de dirhams



1.9.3 Flux financiers des administrations publiques

En 2014, l'analyse des opérations financières effectuées par les administrations publiques indique une baisse sensible des financements mobilisés sur le marché domestique, les flux nets d'engagements étant revenus de 56,2 milliards de dirhams à 23,4 milliards. Cette évolution est attribuable en grande partie à la baisse des émissions nettes de bons du Trésor qui se sont établies à 14,1 milliards contre 55,5 milliards en 2013. En plus de l'allègement du besoin de financement du Trésor, cette situation reflète une amélioration des autres sources de financement notamment les dépôts, dont le flux net s'est établi à 7,3 milliards après un niveau négatif en 2013.

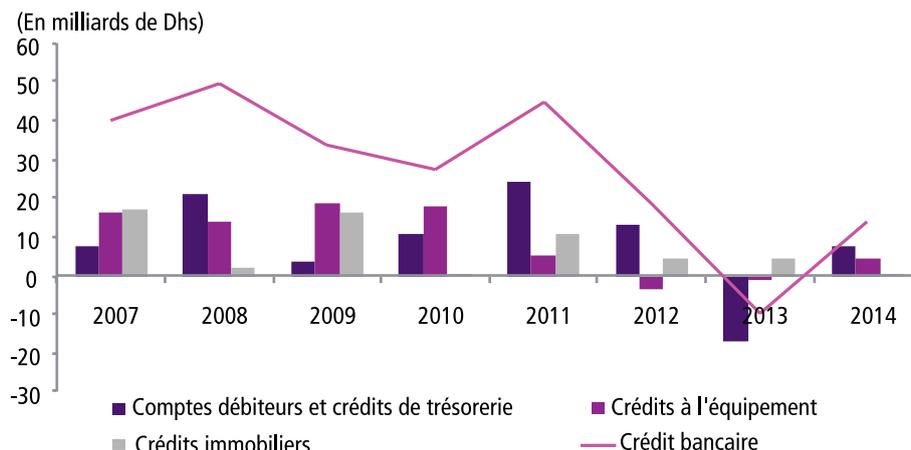
**Tableau 1.9.2 : Principaux flux financiers des administrations publiques
en milliards de dirhams**

	2013	2014
Solde	-50,3	-12,9
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers	5,9	10,1
Dépôts	9,5	-6,8
Titres		
Actions et autres participations	4,0	2,8
OPCVM	2,2	17,1
Bons du Trésor	-11,9	-0,9
Obligations	0,6	0,6
TCN	1,3	-2,8
Flux nets d'engagement	56,2	23,0
Dépôts auprès du Trésor	-6,5	7,3
Bons du Trésor	55,5	14,1
Crédits	1,0	-2,3
Autres comptes à payer/ à recevoir	6,4	3,9

Parallèlement, les flux nets d'acquisition d'actifs financiers de ce secteur, qui comptent principalement les placements des organismes de prévoyance à régime obligatoire, a plus que doublé à 10,1 milliards, recouvrant essentiellement une hausse de 14,9 milliards des flux de placements en titres d'OPCVM et une baisse du flux net au titre des dépôts de ce secteur de 16 milliards de dirhams. Les détentions en actions et autres titres de participation ont enregistré une augmentation de 2,8 milliards après 4 milliards en 2013, alors que les flux nets des placements en TCN ressortent négatifs à 2,8 milliards contre un montant positif de 1,3 milliard un an auparavant. Par ailleurs, l'encours des bons de Trésor a enregistré une nouvelle baisse de 0,9 milliard de dirhams.

1.9.4 Flux financiers des sociétés non financières

Les engagements hors crédits commerciaux des sociétés non financières ont connu une importante hausse en 2014. Les crédits ont constitué la principale source de financement interne de ce secteur, avec un flux net de 15,7 milliards de dirhams. Particulièrement, ceux octroyés par les banques se sont établis à 13,6 milliards, dont 7,6 milliards de dirhams destinés à couvrir les besoins de trésorerie et 4,1 milliards au financement de l'équipement. Pour ce qui est des prêts distribués par les autres sociétés financières, leurs flux ont enregistré une hausse de 2 milliards sous l'effet essentiellement de l'augmentation des crédits accordés par les sociétés de financement. En ce qui concerne le financement de marché, en dépit de l'importante hausse de 17 milliards des émissions des entreprises sur le marché des titres de dette, les flux nets ressortent en légère hausse à 3,3 milliards contre 2,8 milliards en 2013.

Graphique 1.9.4 : Flux nets des crédits bancaires accordés aux sociétés non financières

Concernant les placements hors crédits commerciaux de ces sociétés, leurs flux se sont élevés à 15,8 milliards après un niveau négatif de 6,7 milliards en 2013. Cette évolution est attribuable essentiellement à l'importante hausse de l'encours de leurs dépôts de 13 milliards, après une baisse de 13,9 milliards. De même, leurs détentions en titres d'OPCVM ont enregistré une augmentation sensible de 7,2 milliards de dirhams contre 5,4 milliards un an auparavant.

Tableau 1.9.3 : Principaux flux financiers des sociétés non financières en milliards de dirhams

	2013	2014
Solde	-13,9	-14,7
Flux nets d'engagements (hors crédits commerciaux)	7,2	30,5
Titres		
Titres de créances négociables et assimilés	-	1,4
Obligations et assimilés	2,8	1,9
Actions et autres participations	13,2	11,5
Crédits des institutions financières	-8,8	15,7
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers (hors crédits commerciaux)	-6,7	15,8
Numéraire et dépôts	-13,9	13
Titres		
Titres autres qu'actions	1,1	-5,2
Titres d'OPCVM	5,4	7,2
Actions et autres participations	0,5	0,3
Réserves techniques d'assurance	0,3	0,5

1.9.5 Flux financiers des ménages

Pour les ménages, l'année 2014 a été marquée par l'amélioration de leur position financière établie hors crédits commerciaux. Leurs placements ont atteint 72,5 milliards de dirhams en hausse de

17,6 milliards par rapport à 2013 et leurs engagements, constitués exclusivement de crédits, sont revenus de 20,1 milliards à 9,9 milliards.

Par type d'actifs, les dépôts continuent de constituer le principal placement des ménages, avec un flux net en hausse de 10,4 milliards de dirhams à 47,2 milliards. Cette évolution est le résultat notamment d'une hausse importante de 5,1 milliards de l'encours des dépôts en devises auprès du système bancaire et de 3,5 milliards des dépôts à terme auprès du Trésor. Il est à noter que les flux nets des dépôts à vue auprès des banques ont accusé une baisse de 6,1 milliards qui serait attribuable à la mesure législative incarnée dans la loi 32-09 relative à l'organisation de la profession notariale, entrée en vigueur en juillet 2014, comme en témoigne la hausse des dépôts des ménages auprès de la CDG.

Concernant les flux nets d'acquisitions d'actifs des ménages, leur portefeuille en titres d'OPCVM s'est renforcé de 5,1 milliards en 2014 contre 2,1 milliards un an auparavant et leurs provisions techniques d'assurance-vie se sont améliorées de 2,1 milliards à 8,2 milliards. Les flux nets des autres actifs se sont quasiment stabilisés à 7,8 milliards pour les encaisses détenues et à 0,2 milliard pour les actions.

Quant aux engagements, l'encours des crédits aux entrepreneurs individuels a accusé une baisse de 3 milliards après une hausse de 9,8 milliards, alors que ceux destinés aux particuliers se sont inscrits en hausse de 4,3 milliards à 15,8 milliards.

**Tableau 1.9.4 : Principaux flux financiers des ménages
en milliards de dirhams**

	2013	2014
Solde	34,7	62,5
Flux nets d'engagements (hors crédits commerciaux)	20,1	9,9
Crédits	20,1	9,9
Flux nets d'acquisition d'actifs financiers (hors crédits commerciaux)	54,8	72,4
Numéraire	7,5	7,8
Dépôts	36,9	47,2
Titres		
Titres autres qu'actions	-0,1	-0,7
Titres d'OPCVM	2,1	5,1
Actions	0,2	0,2
Réserves techniques d'assurance	8,2	12,8