



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 37 / 2015

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 22 décembre 2015





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 22 décembre 2015

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	13
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale</b> .....	<b>17</b>
1.1 Production .....	17
1.2 Consommation .....	19
1.3 Investissement .....	21
1.4 Comptes extérieurs .....	24
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail</b> .....	<b>26</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	26
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	27
2.3 Salaires et productivité .....	28
<b>3. Environnement international et prix à l'importation</b> .....	<b>29</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	29
3.2 Prix des matières premières et inflation .....	33
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs</b> .....	<b>36</b>
4.1 Conditions monétaires .....	36
4.2 Prix des actifs .....	43
<b>5. Evolution récente de l'inflation</b> .....	<b>47</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	47
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	48
5.3 Biens et services .....	49
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	50
<b>6. Perspectives de l'inflation</b> .....	<b>51</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	51
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	55

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T3 2015- T3 2016.....	17
Graphique 1.2	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes .....	18
Graphique 1.3	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires .....	18
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale .....	19
Graphique 1.5	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP et des ventes cumulées de ciment .....	19
Graphique 1.6	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	19
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel des crédits à l'équipement .....	21
Graphique 1.8	: Evolution du climat général des affaires .....	21
Graphique E1.1.1	: Soldes du budget .....	22
Graphique E1.1.2	: Recettes ordinaires.....	23
Graphique E1.1.3	: Dépenses globales.....	23
Graphique 1.9	: Evolution des exportations.....	24
Graphique 1.10	: Evolution des exportations des secteurs automobile et textile et cuir .....	24
Graphique 1.11	: Evolution des importations.....	25
Graphique 1.12	: Evolution des exportations de phosphates.....	25
Graphique 1.13	: Evolution des importations du pétrole brut .....	25
Graphique 2.1	: Evolution de l'output gap non agricole.....	26
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	26
Graphique 2.3	: Evolution du coût unitaire de production.....	26
Graphique 2.4	: Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité .....	27
Graphique 2.5	: Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels .....	27
Graphique 2.6	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	28
Graphique 2.7	: Variation en glissement annuel de la productivité apparente du travail.....	28
Graphique 3.1	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis .....	29
Graphique 3.2	: Evolution du Spread LIBOR -OIS .....	29
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	29
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI .....	30
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	30
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	30
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés .....	31
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents .....	31
Graphique 3.9	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	32
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en dollars .....	32
Graphique 3.11	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie .....	32
Graphique 3.12	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés .....	34
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	34
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	35
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	36
Graphique 4.2	: Evolution des taux débiteurs .....	36
Graphique 4.3	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor .....	37
Graphique 4.4	: Variation en glissement annuel de M3 .....	37
Graphique E 4.1.1	: Evolution de l'effet des FALB par trimestre.....	38
Graphique E 4.1.2	: Evolution de l'effet des FALB par mois.....	38
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires .....	38
Graphique E 4.1.4	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	38
Graphique E 4.1.5	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire .....	39

Graphique 4.5	: Ecart monétaire .....	40
Graphique 4.6	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire .....	40
Graphique 4.7	: Variation en glissement annuel des composantes de M3 .....	40
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel du crédit .....	40
Graphique 4.9	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit .....	41
Graphique 4.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	41
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes .....	42
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	42
Graphique 4.13	: Evolution du taux de change du dirham .....	43
Graphique 4.14	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham .....	43
Graphique 4.15	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers .....	43
Graphique 4.16	: Variation du nombre de transactions immobilières .....	44
Graphique 4.17	: Evolution quotidienne de l'indice MASI .....	44
Graphique 4.18	: Contribution des indices sectoriels à la croissance du MASI depuis le début de l'année .....	44
Graphique 4.19	: Evolution de l'encours des bons du Trésor .....	45
Graphique 4.20	: Evolution de l'encours des titres de créances négociables.....	45
Graphique 4.21	: Evolution de la structure de l'encours obligataire par émetteur .....	45
Graphique 4.22	: Evolution des souscriptions et rachats des fonds OPCVM .....	46
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	47
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	48
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	48
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	49
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	49
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	49
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	49
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	50
Graphique 5.9	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	50
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2015 T4 –2017 T1 .....	56

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution en glissement annuel du PIB par grande branche d'activité .....	17
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale .....	24
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage.....	27
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	31
Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance .....	32
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires.....	33
Tableau 3.4	: Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde .....	35
Tableau 4.1	: Taux créditeurs .....	37
Tableau 4.2	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	37
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes .....	47
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers .....	48
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	48
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés.....	49
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services .....	49
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2015 T4 –2017 T1 .....	55

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Exécution budgétaire à fin octobre 2015 .....	22
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	38

بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 22 décembre 2015

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa dernière réunion trimestrielle de l'année 2015 le mardi 22 décembre.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du premier trimestre 2017.
3. Au plan international, le Conseil a noté que la croissance est restée modérée au troisième trimestre dans les pays avancés, avec notamment une stabilisation d'un trimestre à l'autre dans la zone euro à 1,6% en glissement annuel et une décélération aux Etats-Unis de 2,7% à 2,2%. Sur le marché du travail, le chômage continue de reculer dans la zone euro tout en restant à un niveau élevé, s'établissant à 10,7% en octobre, alors qu'aux Etats-Unis, la vigueur observée ces derniers mois se confirme avec un taux stable à 5% et une forte création d'emplois en novembre. Dans les principaux pays émergents, l'activité continue de ralentir en Chine et de se contracter au Brésil et en Russie, alors qu'en Inde, la croissance poursuit son accélération. En termes de perspectives, le FMI a abaissé en octobre ses prévisions de croissance mondiale à 3,1% en 2015 et à 3,6% en 2016, avec en particulier des progressions respectives du PIB de 1,5% et 1,6% dans la zone euro et de 2,6% puis 2,8% aux Etats-Unis. Sur les marchés des matières premières, les cours ont globalement poursuivi leur mouvement baissier. En particulier, le prix du Brent s'est établi à 45,1 \$ le baril en moyenne en novembre, en recul de 7,8% d'un mois à l'autre et de 43,1% en glissement annuel. Dans ces conditions, l'inflation est restée faible dans les pays avancés, s'établissant en novembre à 0,2% dans la zone euro et à 0,5% aux Etats-Unis, et devrait, selon les projections du FMI, rester modérée en 2016. Dans ce contexte, la BCE a annoncé lors de sa réunion du 3 décembre plusieurs mesures pour assouplir davantage sa politique monétaire avec notamment un abaissement du taux des facilités de dépôt à -0,30% et un prolongement de la durée de son programme d'achat d'actifs à mars 2017 avec son élargissement à d'autres actifs. En revanche, la FED a entamé la normalisation graduelle de sa politique monétaire, relevant le 16 décembre son taux directeur de 25 points de base à une fourchette de 0,25% à 0,5%. Toutefois, elle a maintenu sa politique d'investissement du produit des titres arrivant à maturité dans le but d'assurer des conditions financières accommodantes.

Au total, les perspectives d'évolution de l'activité et de l'inflation dans les principaux pays partenaires conjuguées à l'orientation des prix des produits énergétiques indiquent l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe à moyen terme.

4. Au niveau national, les données relatives au deuxième trimestre indiquent une progression du PIB de 4,3%, portée principalement par une production céréalière record. Pour l'ensemble de l'année 2015, la croissance devrait ressortir à 4,5% avec une hausse de 14,6% de la valeur ajoutée agricole et une progression du PIB non agricole limitée à 3,3%. Pour 2016, la croissance a été revue à la baisse à 2,1% avec une décélération de sa composante non agricole à 2,7% et une contraction de la valeur ajoutée agricole de 4,3% sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne. Sur le marché du travail, en dépit d'une baisse de 0,3 point du taux d'activité au troisième trimestre, le taux de chômage s'est accru de 0,5 point à 10,1%, reflétant une création limitée de 41.000 postes d'emplois. Au total, l'output-gap non agricole ressort toujours négatif et devrait le rester à moyen terme, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande.
5. Concernant les comptes extérieurs, la situation continue de s'améliorer, le déficit de la balance commerciale s'étant atténué de 19,7% en glissement annuel à fin novembre. Cette évolution est le résultat principalement d'un fléchissement de 29% de la facture énergétique et des hausses

de 18,5% des expéditions du secteur automobile et de 20,6% des exportations de phosphates et dérivés. Les transferts des MRE ont progressé de 3,6% à 56,7 milliards, tandis que les recettes de voyages ressortent en léger recul de 0,9% à 54,7 milliards. Tenant compte de ces évolutions, et sur la base d'un prix moyen du pétrole de 52,5 \$ en 2015 et de 51,4 \$ en 2016 et d'entrées en dons du CCG de 4 milliards de dirhams en 2015 et de 13 milliards en 2016, le déficit du compte courant devrait ressortir à 2,2% du PIB en 2015 et s'atténuer davantage en 2016 pour s'établir autour de 1%. Pour les opérations financières, les entrées d'IDE au cours des onze premiers mois de l'année ont atteint près de 34 milliards, en hausse annuelle de 6,8%. Dans ces conditions, les réserves de change se sont renforcées de 23,9% à 220,8 milliards à fin novembre, soit l'équivalent de 6 mois et 26 jours d'importations de biens et services. Elles devraient continuer leur amélioration pour assurer la couverture de près de 7 mois d'importations à fin décembre 2015 et de près de 8 mois à fin 2016.

6. S'agissant des finances publiques, les dépenses ordinaires ont diminué de 6,7%, résultat essentiellement d'une baisse de 59,1% de la charge de compensation à 12,8 milliards, alors que l'investissement a augmenté de 1,8% à 47,1 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes ordinaires ont reculé de 2,5%, reflétant principalement une baisse des dons des partenaires du CCG à près de 2 milliards de dirhams à fin novembre contre 10,7 milliards sur la même période en 2014. En revanche, les recettes fiscales se sont améliorées de 2,3%, recouvrant notamment un accroissement de 9,3% du produit de l'IR et un recul de 2,4% de celui de l'IS. Au total, le déficit hors privatisation s'est établi à 37,8 milliards, en repli de 12,4 milliards par rapport à la même période de 2014. Dans ces conditions, le déficit budgétaire ressortirait en ligne avec l'objectif de 4,3% du PIB à fin 2015 et devrait, selon le projet de la loi de finances, baisser davantage pour se situer à 3,5% du PIB à fin 2016.
7. Sur le plan monétaire, la progression annuelle de l'agrégat M3 s'est stabilisée en octobre à 5,6% par rapport à sa moyenne au troisième trimestre, maintenant l'écart monétaire à un niveau négatif et dénotant de l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. Le crédit bancaire a vu sa croissance ralentir de 1,8% en moyenne au troisième trimestre à 0,7% en octobre, traduisant une accentuation de la baisse des prêts aux sociétés non financières privées de 2,5% à 3,9% et une quasi-stagnation de l'accroissement des crédits aux ménages à 3,6%. Tenant compte de ces évolutions et de la prévision de la croissance non agricole, la progression du crédit bancaire a été revue à la baisse à 0,5% à fin 2015 et devrait s'améliorer à 3% en 2016. Sur le marché interbancaire, le TMP est resté aligné sur le taux directeur, s'établissant à 2,51% en moyenne au cours du mois de novembre. Quant aux taux débiteurs, les données de l'enquête de BAM auprès des banques pour le troisième trimestre indiquent une nouvelle baisse trimestrielle de 26 points de base du taux débiteur global à 5,67%, avec des diminutions de 30 points pour les facilités de trésorerie, de 24 points pour les prêts immobiliers et de 10 points pour les crédits à la consommation. En parallèle, les taux créditeurs à 6 et 12 mois sont revenus de 3,71% en moyenne au deuxième trimestre à 3,66% au troisième trimestre. Enfin, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié de 1,5% en termes réels au troisième trimestre, traduisant une appréciation de 0,9% en termes nominaux et une inflation au Maroc globalement supérieure à celle de ses principaux pays partenaires et concurrents.
8. Sur les marchés des actifs, l'indice des prix des biens immobiliers a diminué de 1,5% d'un trimestre à l'autre, avec des reculs de 1,1% pour le résidentiel, de 2,4% pour le foncier et de 1,3% pour les actifs à usage professionnel. Pour sa part, le MASI a terminé le mois de novembre sur une baisse de 0,2% par rapport à la fin du troisième trimestre, accentuant ainsi sa contreperformance depuis le début de l'année à 5,5%.
9. Dans ces conditions, l'inflation, mesurée par la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation, s'est établie à 0,9% en novembre après 1,4% en octobre. Cette évolution résulte principalement de la décélération de l'inflation sous-jacente de 1,4% à 0,9%, en relation essentiellement avec la dissipation de l'impact de la hausse des prix des produits à base de céréales de novembre 2014. Ce recul de l'inflation résulte également de la baisse du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 6,3% à 4,7%. Pour sa part, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est légèrement atténué de -22,4% à -20,7%, alors que le rythme de

progression des tarifs des produits réglementés hors carburants et lubrifiants est resté quasi-inchangé à 1,2%.

10. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, tenant compte des projections des cours du pétrole et de la libéralisation du marché national des produits pétroliers, l'inflation devrait s'établir à 1,6% en moyenne en 2015, à 1,2% en 2016 et à 1,5% au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2017. Ces prévisions ne tiennent pas compte toutefois de la décompensation du sucre annoncée à partir du premier janvier 2016 et dont l'impact sur l'inflation est estimé à 0,27 point additionnel en 2016 et à 0,48 point au premier trimestre 2017.
11. Tenant compte d'une prévision d'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et des incertitudes qui entourent les perspectives économiques au niveau national mais également à l'échelle internationale, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur à 2,5% tout en continuant de suivre de près l'ensemble de ces évolutions.
12. Le Conseil a, par ailleurs, adopté le plan stratégique de la Banque pour la période 2016-2018 et examiné et approuvé le budget de l'exercice 2016.
13. Le Conseil a également examiné et validé la stratégie de gestion des réserves de change pour l'année 2016.
14. De même, après avoir passé en revue le rapport du Comité d'audit, le Conseil a approuvé le programme d'audit interne pour l'exercice 2016.
15. Enfin, le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2016 comme suit :
  - 22 mars
  - 21 juin
  - 27 septembre
  - 20 décembre

بنك المغرب  
بنك المغرب

## APERÇU GÉNÉRAL

Au cours du troisième trimestre, la croissance mondiale est restée plus modérée que prévu. Au niveau des pays avancés, la croissance a décéléré à 2,2% contre 2,7% un trimestre auparavant aux Etats-Unis et à 2,3% après 2,4% au Royaume-Uni, tandis que dans la zone euro, la reprise reste lente, le PIB ayant progressé de 1,6% pour le deuxième trimestre consécutif. De même au Japon, la croissance est passée de 0,7% à 1,7% après des contractions respectives de 0,3% et 1,5% au cours des mêmes trimestres un an auparavant. Au niveau des pays émergents, l'activité continue de décélérer globalement avec notamment un ralentissement de 7% à 6,9% en Chine et une nouvelle contraction de 4,5% du PIB au Brésil alors qu'en Inde, la croissance s'est accélérée de 7,1% à 7,4%. En termes de perspectives, le FMI a abaissé en octobre sa prévision de la croissance mondiale à 3,1% pour 2015 et à 3,6% pour 2016, en liaison avec la poursuite du ralentissement dans les pays émergents et en développement et la lenteur de la reprise dans les pays avancés. En particulier dans la zone euro, la projection a été maintenue à 1,5% en 2015 et a été revue à la baisse de 0,1 point à 1,6% pour 2016.

Sur le marché du travail, la situation continue de s'améliorer dans les pays avancés. Le taux de chômage s'est stabilisé d'un mois à l'autre à 5% en novembre aux Etats-Unis, avec une création importante d'emplois de 211 mille postes, et a légèrement baissé à 10,7% en octobre dans la zone euro, soit le niveau le plus bas depuis février 2012.

Sur les marchés boursiers, les indices des pays avancés se sont globalement appréciés en novembre avec des augmentations mensuelles de 5% pour l'EUROSTOXX50, de 3,2% pour le Dow Jones et de 6,4% pour le NIKKEI 225. En revanche, au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a reculé de 1,5%, reflétant notamment la baisse de 0,4% de l'indice de la Chine et de 5,7% de celui de l'Inde. Sur les marchés obligataires, les rendements souverains ont été en hausse dans les pays avancés, le taux à 10 ans s'étant accru de 0,5% en octobre à 0,6% en novembre pour l'Allemagne, de 0,8% à 0,9% pour la France et de 2,1% à 2,3% pour les Etats-Unis. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel s'est accéléré de 7,1% en septembre à 7,4% en octobre aux Etats-Unis et de 0,6% à 1% dans la zone euro.

Sur les marchés de change, l'euro s'est sensiblement déprécié en novembre, avec des pertes de 4,6% de sa valeur par rapport au dollar à 1,07 dollar en moyenne, de 3,6% contre la livre sterling et de 2,5% vis-à-vis du yen japonais. Pour les monnaies des pays émergents, le real brésilien s'est apprécié de 2,5% face au dollar, alors que la roupie indienne et le yuan chinois se sont dépréciés de 1,7% et de 0,3% respectivement.

Au niveau des marchés des matières premières, les cours se sont inscrits en baisse en novembre. Le prix du Brent s'est établi à 45,1 \$ le baril en moyenne, en recul de 7,8% d'un mois à l'autre et de 43,1% en glissement annuel. Pour les produits hors énergie, l'indice des métaux de base a diminué de 7,4% en novembre, accentuant sa baisse en glissement annuel à 29,8%. De même, l'indice des produits agricoles a régressé de 1,7% par rapport à octobre et ressort en baisse de 12,7% par rapport à l'année précédente. Pour le blé dur en particulier, et en dépit d'une hausse mensuelle de 2,4%, les prix restent en net recul de 31,6% par rapport au même mois de l'année précédente à 176,9 \$ la tonne. Concernant le phosphate, les cours se sont inscrits en hausse de 7% en glissement annuel pour le phosphate brut à 123 \$ la tonne et se sont, en revanche, repliés pour les dérivées, avec notamment des baisses de 8,1% pour la DAP à 416 \$ la tonne et de 6,2% pour le TSP à 380 \$ la tonne.

Dans ces conditions, l'inflation est restée très faible dans les pays avancés. Elle est passée de 0,1% en octobre à 0,5% en novembre aux Etats-Unis et de -0,1% à 0,1% au Royaume-Uni. Dans la zone euro, le taux d'inflation a connu une légère hausse de 0,1% à 0,2% en novembre. En termes de perspectives, les prévisions du FMI du mois d'octobre tablent pour 2015 sur un taux de 0,2% dans la zone euro et de 0,1% aux Etats-Unis et pour 2016 sur des taux de 1% et de 1,1% respectivement.

Dans ce contexte, la BCE a annoncé plusieurs mesures lors de sa réunion du 3 décembre pour renforcer le caractère accommodant de sa politique monétaire. Elle a ainsi abaissé le taux appliqué aux facilités de dépôt de 10 points de base à -0,30%, prolongé la durée de son programme d'achat d'actifs à mars

2017 au lieu de septembre 2016 et l'a élargi à d'autres titres. La BCE a également décidé de réinvestir le principal des titres achetés arrivant à maturité et de poursuivre ses opérations de refinancement principales et à plus long terme aussi longtemps que nécessaire. De son côté, la FED a décidé, lors de la réunion du comité monétaire le 16 décembre, de relever son taux directeur de 25 points de base pour s'établir dans une fourchette allant de 0,25% à 0,5%.

L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer la poursuite de l'absence de pressions inflationnistes d'origine externe à moyen terme.

Au plan national, la croissance s'est établie à 4,3% au deuxième trimestre 2015, résultat d'une expansion de 14,9% de la valeur ajoutée agricole et d'une progression du PIB non agricole limitée à 3%. Pour l'ensemble de l'année 2015, elle a été légèrement révisée à la baisse à 4,5% au lieu de 4,6% publiée dans le rapport de politique monétaire de septembre, reflétant essentiellement un léger ajustement à la baisse de sa composante agricole. Pour 2016, la prévision de la croissance a été abaissée de 2,4% à 2,1% avec une révision de 3,3% à 2,7% pour le PIB non agricole et de -6% à -4,3% de la valeur ajoutée agricole tout en maintenant l'hypothèse d'une production céréalière moyenne.

Sur le marché du travail, les données du troisième trimestre indiquent une baisse de 0,3 point du taux d'activité et une création limitée de 41.000 postes d'emplois. Ces derniers, sont le résultat d'une création de 27 mille postes dans les services, 25 mille dans le BTP et de 16 mille dans l'industrie, alors que le secteur agricole a perdu 27.000 postes malgré une récolte céréalière exceptionnelle. Dans ces conditions, le taux de chômage s'est accru de 9,6% à 10,1%, avec une augmentation de 14,5% à 15,1% en milieu urbain et de 4,1% à 4,3% en zones rurales.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'output gap non agricole ressort toujours négatif et devrait le rester à moyen terme, présageant ainsi de l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande.

Au niveau des comptes extérieurs, les données à fin novembre indiquent la poursuite de l'atténuation du déficit de la balance commerciale. Il ressort en baisse de 19,7% sous l'effet principalement du fléchissement de 29% de la facture énergétique, ainsi que de la poursuite de la performance des exportations de phosphates et dérivés qui ont augmenté de 20,6% et de la hausse de 18,5% des expéditions du secteur automobile. Pour les autres rubriques du compte courant, les transferts des MRE ont progressé de 3,6% à 56,7 milliards, alors que les recettes de voyages ressortent en léger recul de 0,9% à 54,7 milliards. Sur la base de ces évolutions et d'un prix moyen du baril de 52,5 \$ en 2015 et de 51,4 \$ en 2016, ainsi que d'entrées en dons des partenaires du CCG de 4 milliards en 2015 et de 13 milliards en 2016, le déficit du compte courant devrait ressortir à 2,2% du PIB en 2015 et reculer davantage pour s'établir à 1% en 2016. Concernant les opérations financières, les entrées d'IDE au cours des onze premiers mois de l'année ont atteint 33,9 milliards, en hausse annuelle de 6,8%. Dans ces conditions, et compte tenu de l'évolution des autres rubriques du compte financier, les réserves de change se sont renforcées de 23,9% à 220,8 milliards à fin novembre et devraient s'améliorer davantage pour atteindre l'équivalent de 6 mois et 24 jours d'importations de biens et services à fin décembre 2015 et de 7 mois et 27 jours à fin 2016.

Sur le plan des finances publiques, l'exécution budgétaire sur les dix premiers mois de l'année 2015 s'est soldée par un déficit hors privatisation de 31,7 milliards, en baisse de 13,3 milliards par rapport à la même période de 2014. Les recettes ordinaires ont reculé de 2,7%, recouvrant une hausse de 1,1% des recettes fiscales et une diminution de 28,4% de celles non fiscales, en liaison principalement avec le repli des dons des partenaires du CCG dont le montant est revenu de 9,7 milliards à 1,7 milliard à fin octobre 2015. En parallèle, les dépenses ordinaires ont diminué de 7,3%, résultat essentiellement de la baisse de la charge de compensation de 58,9% à 11,7 milliards, alors que celles d'investissement ont augmenté de 1,8% à 42,6 milliards de dirhams. Tenant compte de ces évolutions, le déficit budgétaire devrait ressortir à 4,3% à fin 2015 et devrait selon le projet de loi de finances de 2016 baisser davantage à 3,5% à fin 2016.

Sur le volet monétaire, le rythme d'accroissement annuel de l'agrégat M3 est demeuré quasiment inchangé en octobre à 5,6% par rapport à sa moyenne au troisième trimestre, maintenant ainsi l'écart

monétaire à un niveau négatif et indiquant l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire. Pour ce qui est du crédit bancaire, son taux de progression annuel est revenu à 0,7% après 1,8% en moyenne au troisième trimestre, traduisant une accentuation de la baisse des prêts accordés aux sociétés non financières privées de 2,5% à 3,9% et une quasi-stagnation de la progression des crédits accordés aux ménages à 3,6%. Tenant compte de ces données et de la révision de la prévision de la croissance non agricole, la projection de la croissance du crédit a été revue à la baisse à 0,5% à fin 2015 et à 3% en 2016. Concernant les conditions monétaires, le taux interbancaire est resté aligné sur le taux directeur et les taux créditeurs à 6 et 12 mois sont revenus de 3,71% en moyenne au deuxième trimestre à 3,66% au troisième trimestre. S'agissant des taux débiteurs, ils ont accusé au cours de la même période une baisse moyenne de 26 points de base, passant de 5,93% à 5,67%, avec des diminutions de 30 points pour les facilités de trésorerie, de 24 points pour les prêts immobiliers et de 10 points pour les crédits à la consommation. En ce qui concerne le taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié au troisième trimestre de 1,5% en termes réels, traduisant une appréciation de 0,9% en termes nominaux et une inflation au Maroc globalement supérieure à celle des principaux pays partenaires et concurrents.

Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont accusé une nouvelle diminution trimestrielle de 1,5%, avec un recul de 1,1% des prix du résidentiel, de 2,4% du foncier et de 1,3% des biens à usage professionnel. Sur le marché boursier, le MASI a connu, en novembre, un léger repli de 0,2% par rapport à fin septembre, ramenant sa contreperformance depuis le début de l'année à 5,5%. Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à près de 3 milliards en novembre, soit un cumul de 31,8 milliards depuis le début de l'année contre 36,4 milliards une année auparavant.

Dans ce contexte, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, s'est établie à 1,4% en octobre, après 1,9% en moyenne au troisième trimestre. Cette évolution reflète principalement une accentuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants et la dissipation de l'impact de la première hausse des tarifs de l'eau et de l'électricité. Elle est attribuable également à la décélération de 7,1% à 6,3% de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,4% recouvrant une légère accélération de l'inflation des biens non échangeables de 1,3% à 1,4% et une baisse de celle des biens échangeables de 1,6% à 1,5%. Par ailleurs, les prix à la production des industries manufacturières ont accusé une nouvelle baisse de 5,3% en octobre, après celle de 5,5% en septembre.

Sur la base de l'ensemble de ces évolutions, tenant compte des projections des cours du pétrole et de la libéralisation du marché national des produits pétroliers, l'inflation devrait s'établir à 1,6% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2015, à 1,2% en 2016 et à 1,5% au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2017. Ces prévisions ne tiennent pas compte toutefois d'une décompensation du sucre annoncée à partir du premier janvier 2016. L'impact de cette dernière est estimé à 0,27 point additionnel d'inflation en 2016 et à 0,48 point au premier trimestre 2017.

بنك المغرب  
بنك المغرب

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

Au deuxième trimestre 2015, la croissance nationale s'est située à 4,3% contre 2,6% à la même période de l'année dernière, à la faveur d'une expansion de 14,9% de la valeur ajoutée agricole. En revanche la croissance non agricole a décéléré à 3% au lieu de 3,4%. Au troisième trimestre, la croissance nationale devrait s'améliorer à 4,7% tirée par une progression de 15,7% de la valeur ajoutée agricole et de 3,2% de la croissance non agricole. Pour l'ensemble de l'année 2015, la prévision de la croissance a été légèrement révisée à la baisse à 4,5% au lieu de 4,6% communiquée dans le RPM du mois de septembre. En 2016, le PIB non agricole devrait ralentir à 2,7% contre 3,3% en 2015, en relation avec le maintien des dépenses de compensation à un niveau proche par rapport à la réalisation prévue pour 2015. La valeur ajoutée agricole s'inscrirait en baisse de 4,3%, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne, ramenant ainsi la croissance du PIB à 2,1% au lieu de 2,4% annoncée en septembre.

## 1.1 Production

Tirée par une amélioration de 14,9% de la valeur ajoutée agricole, la croissance nationale s'est située à 4,3% au deuxième trimestre de l'année en cours, contre 2,6% à la même période de 2014. Pour sa part, l'activité non agricole a continué de progresser à un rythme modéré de 3%.

Au troisième trimestre, la croissance du PIB aurait progressé de 4,7% traduisant une hausse de 15,7% de la valeur ajoutée agricole et de 2,2% de celle non agricole. Tenant compte des impôts nets des subventions, la croissance du PIB non agricole se serait située à 3,2%. Au dernier trimestre de l'année, le PIB devrait maintenir pratiquement le même rythme de croissance qu'au troisième trimestre se situant ainsi à 4,6%. Cette évolution reflète une progression des activités agricoles de 15,4% et de celles non agricoles de 3,1%.

Par secteur, tenant compte de l'évolution des quatre trimestres de l'année, la croissance de la valeur ajoutée agricole devrait s'établir à 14,6% reflétant une production céréalière record de 115 millions de quintaux, en hausse de près de 13% par rapport à celle enregistrée en 2009 et de 19% par rapport à celle de 2013.

S'agissant des activités secondaires, la valeur ajoutée des industries de transformation devrait croître de 1,2%, soit un rythme inférieur à celui observé un trimestre auparavant. L'évolution

**Tableau 1.1 : Evolution en glissement annuel du PIB par grande branche d'activité (Prix de l'année précédente chaînés, base 2007)**

Branches d'activités	2014				2015			
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIIP	TIVP
Agriculture	-1,6	-3,6	-3,5	-1,3	12,0	14,9	15,7	15,4
<b>VA non agricole</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>
Industrie extractive	12,3	6,2	2,5	-3,5	-10,9	-3,8	-1,0	-0,3
Industrie de transformation	1,7	1,5	1,1	-0,5	1,8	1,5	1,2	1,3
Electricité et eau	5,1	6,3	3,1	3,6	10,1	5,4	5,1	5,1
Bâtiment et travaux publics	2,1	1,7	1,0	0,9	1,3	-0,3	0,7	0,9
Commerce	2,3	2,4	-0,6	-0,4	2,7	2,7	2,6	2,5
Hôtels et restaurants	4,8	3,3	1,9	-0,3	-1,0	-3,4	0,2	-1,5
Transports	5,4	6,4	5,1	5,3	0,6	0,8	0,7	0,8
Postes et télécommunications	7,2	5,7	6,3	6,2	4,7	5,3	4,5	4,5
Administration publique générale et sécurité sociale	3,0	2,6	2,4	2,3	2,1	2,0	2,6	2,4
Autres services*	2,5	2,0	1,6	0,3	2,1	2,0	2,0	2,1
Impôts sur les produits nets des subventions	8,1	11,8	13,9	19,0	13,0	14,4	12,3	12,3
<b>PIB hors agriculture</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>

(\*) Comprenant les activités financières et assurances, services rendus aux entreprises et services personnels, éducation, santé et action sociale  
Sources : HCP et prévisions de BAM.

**Graphique 1.1 : Projections de la croissance du PIB T3 2015- T3 2016**



Sources : HCP et prévisions de BAM.

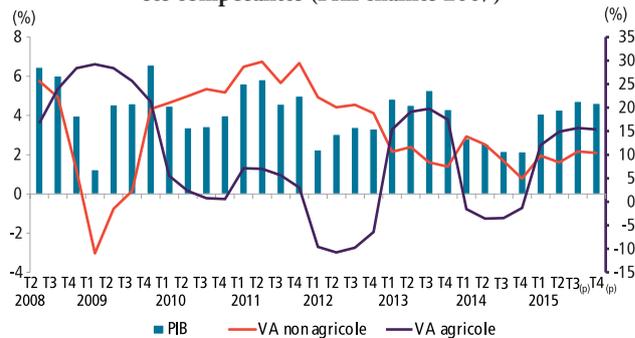
mitigée des indicateurs disponibles laisse entrevoir une quasi-stabilité de la croissance de ce secteur pour le reste de l'année. En effet, les résultats de l'enquête du troisième trimestre de Bank Al-Maghrib auprès des industriels indiquent que le taux d'utilisation des capacités de production est resté quasiment inchangé par rapport au trimestre précédent à 71% recouvrant toutefois des évolutions différenciées par branche.

En outre, les ventes d'électricité à haute et moyenne tensions se sont inscrites en ralentissement, d'un an à l'autre, enregistrant une progression de 0,1% contre 4,7% au troisième trimestre 2014. En revanche, les données du commerce extérieur, à prix courants, montrent des évolutions favorables de l'activité de l'industrie automobile, avec une hausse des exportations de 17,9% au troisième trimestre et de 17,8% à fin octobre 2015.

Pour ce qui est de l'activité minière, la baisse de sa valeur ajoutée devrait s'atténuer au troisième trimestre à 1% au lieu de 10,9% au premier trimestre et 3,8% au deuxième. Cette évolution reflèterait l'atténuation du repli du volume de la production marchande de phosphates brut qui est revenu à 1% après 12,3% et 7,1% respectivement les deux trimestres précédents. Parallèlement, les exportations de phosphates bruts ont accusé une baisse de 2,8% au troisième trimestre contre 25,4% au premier trimestre et une hausse de 1,7% au second trimestre de l'année. Toutefois, cette baisse a été compensée par une amélioration des ventes locales de 21,2%. Tenant compte de l'évolution des prix, les données des échanges extérieurs à fin octobre indiquent un accroissement des exportations de phosphates et dérivés de 17,2% au lieu d'une baisse de 0,8%.

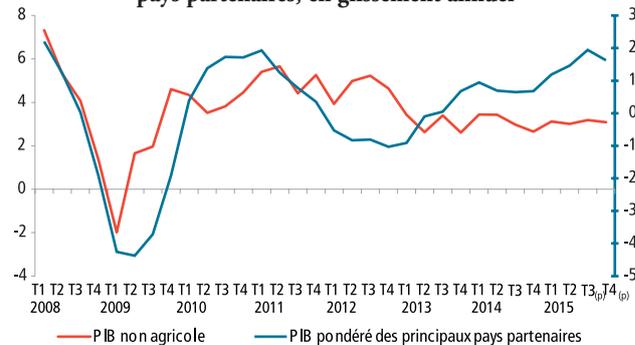
Le rythme de progression de la valeur ajoutée de la branche électricité et eau devrait s'accélérer à 5,1% aux troisième et quatrième trimestres 2015 au lieu de 3,1% et 3,6% aux

Graphique 1.2 : Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes (Prix chaînés 2007)



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

Graphique 1.3 : Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires, en glissement annuel



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

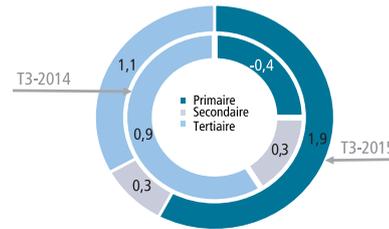
mêmes trimestres de l'année précédente. Cette évolution reflèterait une amélioration de la production nette locale de 8,2% au troisième trimestre contre 0,7% une année auparavant. Dans la même lignée, bien qu'en ralentissement par rapport à l'année précédente, le volume des ventes totales d'électricité de l'ONEE a affiché une progression de 1,9% au troisième trimestre contre 4,4% au même trimestre de l'année précédente.

Pour sa part, la valeur ajoutée du BTP devrait connaître une progression relativement faible de 0,7% au troisième trimestre au lieu de 1% au même trimestre de l'année écoulée. Au dernier trimestre de 2015, la valeur ajoutée du secteur devrait s'établir à 0,9%. En effet, les ventes de ciments se sont repliées de 1,5% après 8,7% et les crédits aux promoteurs immobiliers ont baissé de 5,2% après 6,2% au troisième trimestre 2014.

Parallèlement, une certaine amélioration au niveau des créations d'emplois a été observée au cours des deux derniers trimestres passant de 16.000 postes au deuxième trimestre à 25.000 postes au troisième trimestre, mais demeure à un niveau inférieur à celui de 42.000 postes créés au troisième trimestre de l'année précédente.

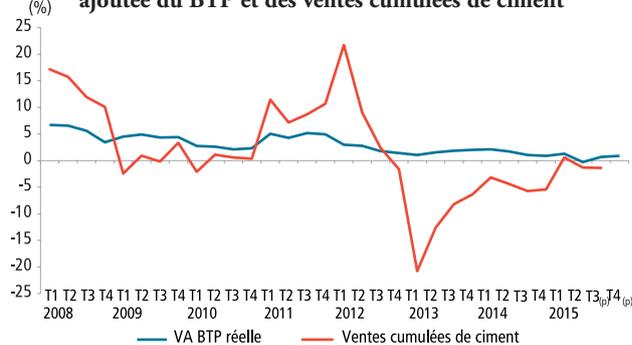
Pour ce qui est du secteur tertiaire, la branche des postes et télécommunications devrait croître à un rythme inférieur à celui de l'année précédente. En effet, après avoir progressé de 5,3% au deuxième trimestre, la valeur ajoutée de cette branche devrait ralentir à 4,5% au deuxième semestre de l'année. A fin septembre 2015, les données disponibles font ressortir une hausse du parc des abonnés Internet de 23,5%, en glissement trimestriel, et de 63,5% d'une année à l'autre. Cependant, le parc de téléphonie fixe continue son repli entamé en juin 2011, enregistrant une baisse de 10,8%, tandis que celui de la téléphonie mobile a affiché une légère croissance de 0,4%.

**Graphique 1.4 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale**



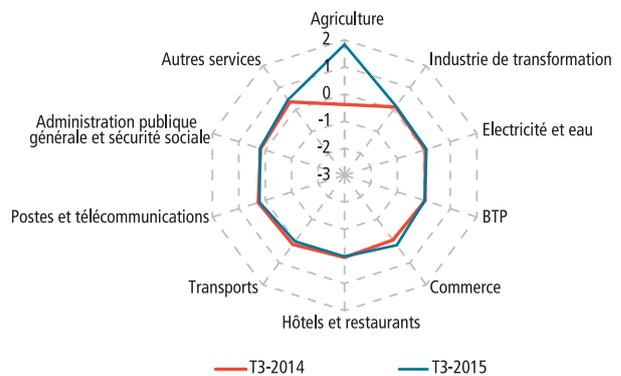
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

**Graphique 1.5 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP et des ventes cumulées de ciment**



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

**Graphique 1.6 : Contributions des branches d'activité à la croissance globale**



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

S'agissant du secteur touristique, la valeur ajoutée de la branche hôtels et restaurants devrait enregistrer une faible progression au troisième trimestre après trois baisses successives. En effet, en glissement annuel, les recettes voyages ont connu une hausse de 13,6% au troisième trimestre après des replis successifs entamés depuis le quatrième trimestre 2014. Sur le même registre, après une baisse moyenne de 3,3% sur les trois derniers trimestres, les arrivées touristiques ont renouées avec une croissance positive de 2,1%. Au quatrième trimestre, cette branche devrait marquer une évolution négative en liaison avec le climat d'insécurité dans certains pays de la région.

Pour leur part les branches du commerce et du transport, conditionnées par la performance des autres branches, leurs valeurs ajoutées devraient progresser respectivement de 2,6% et 0,7% au troisième trimestre et de 2,5% et 0,8% au quatrième trimestre.

Pour l'ensemble de l'année 2015, la prévision de croissance a été légèrement révisée à la baisse à 4,5% au lieu de 4,6% communiquée au niveau du RPM du mois de septembre. Cet ajustement reflète la révision à la baisse de la croissance de la valeur ajoutée non agricole à 2% au lieu de 2,5%.

En 2016, le PIB non agricole devrait ralentir à 2,7% pâtissant notamment de la croissance des impôts nets des subventions, en relation avec le maintien des dépenses de compensation à un niveau proche de celui de 2015. Après une campagne céréalière record et sous l'hypothèse d'une production de 70 millions de quintaux, la croissance de la valeur ajoutée agricole serait négative de l'ordre de 4,3%, ramenant ainsi la croissance du PIB à 2,1%. Ces prévisions restent entourées d'importantes incertitudes liées notamment à la croissance des pays partenaires.

## 1.2 Consommation

Les dépenses de consommation finale des ménages<sup>1</sup> devraient progresser de 3,1% en 2015, résultat de la conjonction de plusieurs facteurs. D'une part, elles devraient subir les effets de la faible reprise au niveau des activités non agricoles ainsi que de la situation du marché de l'emploi où le taux de chômage a augmenté à 10,1% au troisième trimestre. D'autre part, les revenus ruraux ont profité d'une campagne céréalière exceptionnelle en 2015.

L'indice de confiance des ménages, publié par le HCP, continue sur sa tendance haussière entamée au dernier trimestre de l'année précédente. Il a affiché une hausse au troisième trimestre de 0,2 point par rapport au trimestre précédent et de 3,2 points par rapport à la même période de 2014.

Dans le même sens, les données des échanges extérieurs font ressortir une amélioration de 3,6% des recettes MRE à fin octobre totalisant 52,4 milliards de dirhams au lieu de 50,6 milliards à la même période une année auparavant. Par ailleurs, les statistiques monétaires font ressortir un ralentissement des crédits destinés à la consommation passant de 9% à fin octobre 2014 à 5,1% à la même période de cette année.

Pour ce qui est des données des finances publiques, elles font ressortir un repli à fin octobre 2015 des dépenses de fonctionnement de 0,5% recouvrant une hausse de 1,3% des charges de personnel et une baisse de 3,9% des dépenses des autres biens et services.

---

<sup>1</sup> Il est à noter que les comptes nationaux trimestriels relatifs aux éléments de la demande ne sont pas encore disponibles.

Au titre de 2016, la consommation finale nationale serait marquée par les effets liés à la poursuite de la consolidation budgétaire, la contraction des revenus agricoles et la faiblesse des performances des activités non agricoles. Dans ce contexte, sa croissance devrait revenir à 2,6% au lieu de 2,8% en 2015.

### 1.3 Investissement

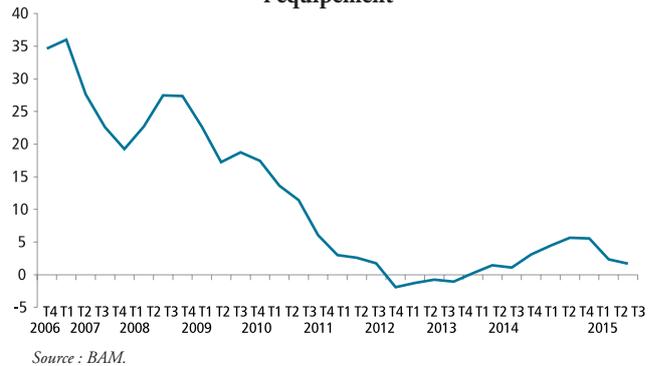
Au regard des évolutions des différents indicateurs disponibles, la contribution de l'investissement à la croissance économique serait neutre voire négative en 2015. L'investissement semble pâtir des conditions économiques marquées notamment par une faible croissance non agricole ainsi qu'un climat d'attentisme persistant dans le secteur immobilier. En effet, le nombre de transactions a enregistré une nouvelle baisse de 8,7% après celle de 7,4% un trimestre auparavant.

S'agissant des données des comptes extérieurs, les importations de biens d'équipement à fin octobre ont marqué une progression de 10,2%. Compte tenu des opérations exceptionnelles, la croissance des importations de biens d'équipement se limite à 2,2%. Par ailleurs, le flux net des investissements directs étrangers a affiché une hausse de 13,2% reflétant une progression de 24,4% des dépenses à 5,8 milliards de dirhams et de 15,2% des recettes à 29,6 milliards.

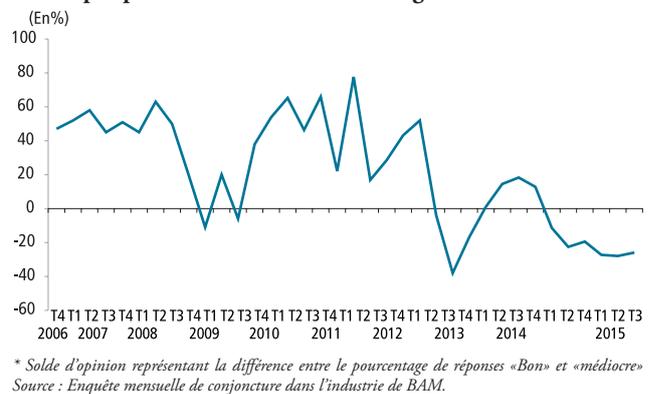
A fin octobre, l'investissement du Trésor s'est établi à 42,6 milliards de dirhams, en ralentissement d'une année à l'autre.

En termes de perspectives, l'évolution de l'investissement reste tributaire de la réaction des opérateurs économiques vis-à-vis du climat d'incertitudes lié à l'évolution de la demande extérieure et de la faiblesse des activités de la construction.

Graphique 1.7 : Évolution en glissement annuel des crédits à l'équipement

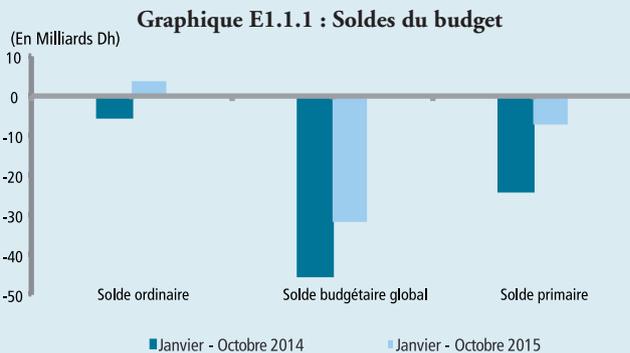


Graphique 1.8 : Évolution du climat général des affaires\*



### Encadré 1.1 : Exécution budgétaire à fin octobre 2015

A deux mois de la clôture de l'exécution budgétaire de 2015, la situation des charges et ressources du Trésor fait ressortir un déficit, hors privatisation, de 31,7 milliards, en réduction de 13,3 milliards par rapport à fin octobre 2014. Cette amélioration résulte d'une baisse plus modérée des ressources ordinaires comparativement à celle des dépenses. Les recettes ordinaires ont reculé de 2,7% à 186 milliards, recouvrant une hausse de 1,1% des recettes fiscales à 166 milliards et une diminution de 28,4% à 17,7 milliards de celles non fiscales, en liaison principalement avec le repli des dons du CCG qui se sont limités à 1,7 milliard à fin octobre 2015 contre 9,7 milliards un an auparavant. Compte non tenu de ces dons, les recettes ordinaires sont en hausse de 1,5%. Quant aux dépenses, celles ordinaires se sont réduites de 7,3% à 182,4 milliards, consécutivement à la baisse de la charge de compensation et, dans une moindre mesure, de celle des autres biens et services. Le solde ordinaire ressort ainsi positif à 3,6 milliards, contre un solde négatif de 5,4 milliards à fin octobre 2014. Pour sa part, le solde des comptes spéciaux du Trésor a été positif à 7,2 milliards, en hausse de 5 milliards d'une année à l'autre.

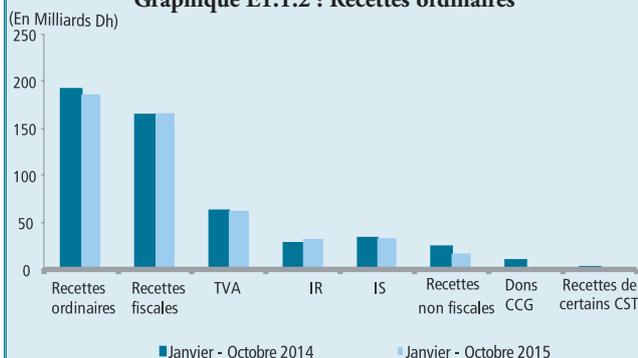


Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Les évolutions au niveau des recettes fiscales font ressortir des progressions des rentrées des impôts directs et indirects, alors que les droits de douane et les droits d'enregistrement et de timbre sont en baisse. En effet, le produit des impôts directs a augmenté de 2,4% à 64,4 milliards, recouvrant essentiellement l'accroissement de 7,3% des recettes de l'IR à 30,1 milliards et la régression de 2,5% à 32,7 milliards de celles de l'IS. La diminution de ces dernières s'explique notamment par les recettes exceptionnelles encaissées en 2014 suite à la cession de la Centrale Laitière et d'une partie du capital de Maroc Télécom. Les recettes des impôts indirects sont en légère hausse de 0,5% à 82,4 milliards de dirhams, celles de la TVA ont régressé de 0,3% à 61,7 milliards, recouvrant une hausse de 6,2% à 24 milliards de la TVA à l'intérieur et une diminution de 4,1% à 37,7 milliards de la TVA à l'importation. La taxe intérieure de consommation a drainé une recette de 20,7 milliards, en amélioration de 3,2%, résultat notamment de la progression de 3,7% de la TIC sur les produits énergétiques et de 2,4% de celle sur les tabacs manufacturés. Pour leur part, les recettes des droits de douane ont reculé de 1,5% à 6,4 milliards, tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont baissé de 0,7% à 12,8 milliards, imputable notamment à un effet de base lié à la réalisation en 2014 d'une recette de 1,4 milliard issue de la cession d'une partie du capital de Maroc Télécom. Quant aux recettes non fiscales, outre la baisse conséquente des dons provenant du CCG, elles incorporent également une diminution

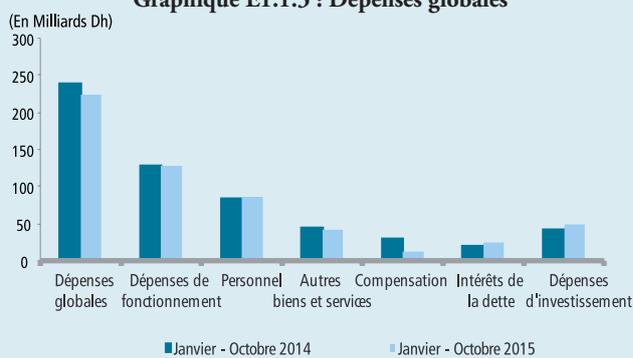
14,1% à 6,5 milliards des recettes de monopoles. Ces dernières proviennent à hauteur de 1,7 milliard des droits d'attribution des licences 4G, 1,6 milliard de Maroc Télécom, 1 milliard de l'OCP et 590 millions de Bank Al-Maghrib.

**Graphique E1.1.2 : Recettes ordinaires**



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

**Graphique E1.1.3 : Dépenses globales**



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

Au niveau des dépenses, celles globales sont en diminution de 5,7% à 225 milliards, recouvrant un allègement des dépenses ordinaires et une hausse des investissements de 1,8% à 42,6 milliards. Les dépenses de biens et services se sont légèrement réduites de 0,5% à 127,7 milliards, recouvrant une hausse de 1,3% de la masse salariale à 85,6 milliards et une baisse de 3,9% à 42 milliards des charges au titre des autres biens et services. En outre, les charges en intérêts de la dette ont progressé de 15,2% à 24,5 milliards, reflétant l'augmentation de 16,4% à 21,2 milliards des dépenses en intérêts de la dette intérieure et de 8% à 3,3 milliards de celles de la dette extérieure. Pour ce qui est du système de subvention des prix, ses charges se sont limitées à 11,7 milliards, en nette baisse de 58,9% par rapport à fin octobre 2014 avec un flux mensuel de 1 milliard de dirhams.

Compte tenu du règlement des arriérés de paiement pour un montant de 10,2 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 42 milliards, en atténuation de 6,6 milliards par rapport à fin octobre 2014. Ce besoin, ainsi que le flux net extérieur négatif de 1,4 milliard de dirhams, ont été couverts par le recours au marché intérieur pour un montant de 43,4 milliards, en hausse de 4,8 milliards.

## 1.4 Comptes extérieurs

A fin novembre 2015, le déficit commercial s'est atténué de 19,7% à 140 milliards de dirhams par rapport à la même période de 2014. Cette évolution s'explique par l'effet conjugué de la baisse de 6% des importations à 335,3 milliards de dirhams et de l'augmentation de 7,1% des exportations à 195,3 milliards de dirhams. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré de 7,1 points de pourcentage à 58,2%.

Le repli des importations résulte en grande partie de la baisse de 29% de la facture énergétique, en liaison avec les reculs de 58,7% des achats du pétrole brut et de 22,1% de ceux de gasoil et fuel et, dans une moindre mesure, de la diminution de 15,2% des importations des produits alimentaires, en particulier le blé. Dans le même sens, les acquisitions de biens de consommation ont légèrement diminué de 1% à 64 milliards. En revanche, les importations de biens d'équipement ont augmenté de 8,3% à 78,9 milliards de dirhams, mais compte non tenu des acquisitions d'avions, la hausse aurait été de 4,9%. S'agissant des autres groupes d'utilisation, les achats de demi-produits ont progressé de 4,5% à 78,4 milliards de dirhams et ceux de produits bruts ont augmenté de 5,6% à 19,3 milliards.

Pour sa part, la progression des exportations traduit la poursuite de la bonne performance à l'export des phosphates et dérivés, des secteurs de l'automobile et de l'agro-industrie. Les ventes de l'OCP ont progressé de 20,6% à 40,9 milliards de dirhams. De même, les expéditions du secteur automobile se sont améliorées de 18,5% à 44,4 milliards de dirhams, en liaison principalement avec l'augmentation de 23,8% des exportations de la construction automobile. Parallèlement, les exportations du secteur agricole et agro-alimentaire se sont accrues de 12,3% tirées principalement par l'accroissement de 14,4% des ventes de l'industrie alimentaire. Pour les autres secteurs, les expéditions de l'aéronautique et de l'industrie pharmaceutique ont enregistré

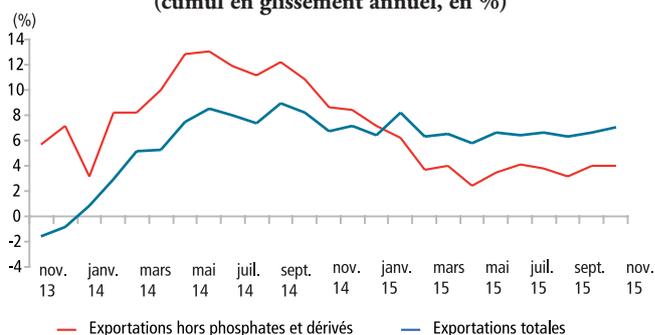
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale à fin novembre

(En millions de dirhams)	nov.*	nov.	Variation		Variation	
	2015	2014	nov.		nov.	
			2014/2013	2015/2014	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>195 296</b>	<b>182 377</b>	<b>12 976</b>	<b>7,7</b>	<b>12 919</b>	<b>7,1</b>
Phosphates et dérivés	40 939	33 937	-1 007	-2,9	7 002	20,6
Agriculture et Agro-alimentaire	38 373	34 168	2 479	7,8	4 205	12,3
Automobile	44 442	37 500	8 535	29,5	6 942	18,5
Electronique	7 236	7 386	934	14,5	-150	-2,0
Aéronautique	6 740	6 422	-189	-2,9	318	5,0
Textile et cuir	30 451	30 974	1 441	4,9	-523	-1,7
<b>Importations globales</b>	<b>335 321</b>	<b>356 766</b>	<b>4 952</b>	<b>1,4</b>	<b>-21 445</b>	<b>-6,0</b>
Produits énergétiques	61 694	86 948	-6 215	-6,7	-25 254	-29,0
Importations hors énergie	273 627	269 818	11 167	4,3	3 809	1,4
Produits alimentaires	32 824	38 686	5 579	16,9	-5 862	-15,2
Biens de consommation	64 050	64 712	5 190	8,7	-662	-1,0
Produits bruts	19 267	18 249	1 600	9,6	1 018	5,6
Demi-produits	78 406	75 013	698	0,9	3 393	4,5
Biens d'équipement	78 991	72 930	-2 103	-2,8	6 061	8,3
<b>Déficit commercial</b>	<b>140 025</b>	<b>174 389</b>	<b>-8 024</b>	<b>-4,4</b>	<b>-34 364</b>	<b>-19,7</b>

\* Données préliminaires.

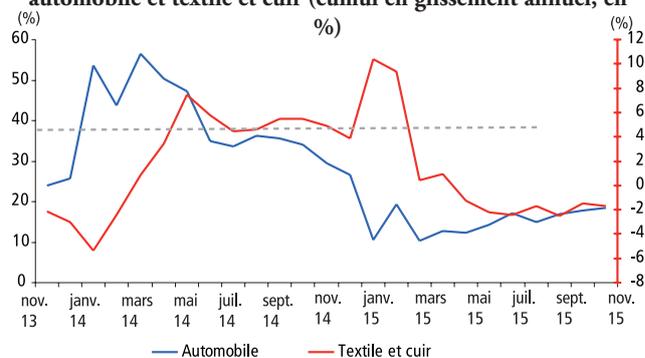
Source : OC.

Graphique 1.9 : Evolution des exportations, (cumul en glissement annuel, en %)



Source : OC.

Graphique 1.10 : Evolution des exportations des secteurs automobile et textile et cuir (cumul en glissement annuel, en %)



Source : OC.

des hausses respectives de 5% et de 7,3%. Inversement, les ventes du secteur du textile et cuir continuent d'afficher une contre-performance pour le septième mois consécutif, accusant une baisse de 1,7% à fin novembre 2015. Ce recul est lié essentiellement à la baisse de 6,1% des ventes des articles de bonneterie.

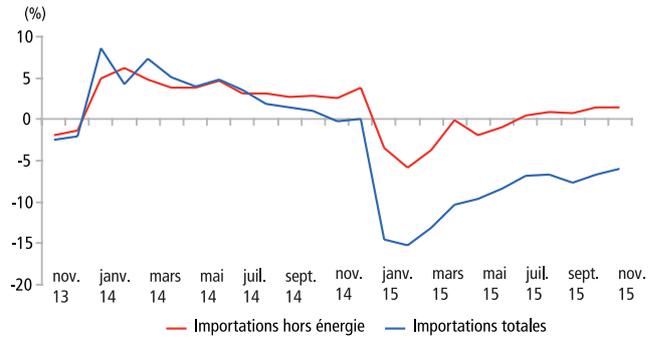
Concernant les autres rubriques du compte courant, la baisse des recettes touristiques a poursuivi son atténuation entamée en juillet à 0,9%. Quant aux transferts des MRE, ils ont enregistré une augmentation de 3,6%, plus rapide que celle de 2,5% observée à la même période de 2014.

Tenant compte de ces évolutions, le déficit du compte courant à fin 2015 devrait se situer à 2,2% du PIB, au lieu de 2,8% publié dans le RPM du mois de septembre 2015 et ce en liaison principalement avec la révision à la baisse de l'hypothèse relative au prix du baril de 57,5\$ à 52,5\$. Pour 2016, ce déficit devrait s'atténuer davantage à 1% du PIB.

Pour ce qui est du compte financier, le flux net des IDE s'est établi à 27,7 milliards, en hausse de 4,1% par rapport à fin novembre 2014, suite à la progression de 2,2 milliards de dirhams des entrées d'investissements, alors que les sorties de même nature ont crû de 1,1 milliard.

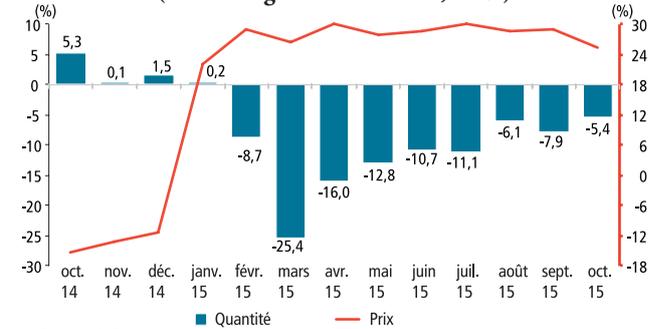
Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales s'est accru de 23,9% en glissement annuel à fin novembre 2015, pour s'établir à 220,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 6 mois et 26 jours d'importations de biens et services. Il devrait assurer la couverture de près de 7 mois d'importations de biens et services à fin 2015 et s'améliorer davantage en 2016 à près de 8 mois.

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



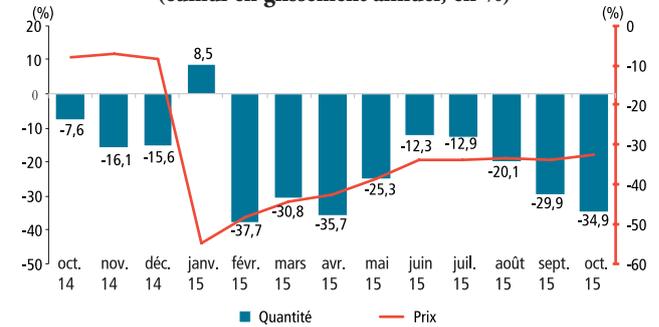
Source : OC.

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



Source : OC.

**Graphique 1.13 : Evolution des importations du pétrole brut, (cumul en glissement annuel, en %)**



Source : OC.

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

L'Output gap a évolué conformément aux perspectives présentées dans le dernier RPM de septembre. Il est resté négatif au cours du deuxième trimestre et devrait continuer d'afficher, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, des valeurs négatives au cours du second semestre de l'année 2015. Les résultats de l'enquête de conjoncture dans l'industrie montrent, en effet, une quasi-stagnation, entre septembre et octobre, du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie à 72%. Parallèlement, la situation sur le marché de travail a été marquée au troisième trimestre par une création limitée de 41.000 postes d'emplois contre une demande additionnelle d'emploi de 107.000 personnes, ce qui s'est traduit par une hausse de 0,5 point de pourcentage à 10,1% du taux de chômage. Concernant les coûts de travail, le SIMG a été revalorisé de 5% en juillet et l'indice du salaire moyen dans le secteur privé s'est accru, en glissement annuel, de 3,4% en termes nominaux au troisième trimestre et de 1,6% en termes réels.

L'analyse de l'ensemble des indicateurs fait ressortir qu'en raison de la persistance d'une marge de capacités excédentaires au sein de l'économie, les pressions inflationnistes émanant de la sphère réelle demeurent modérées.

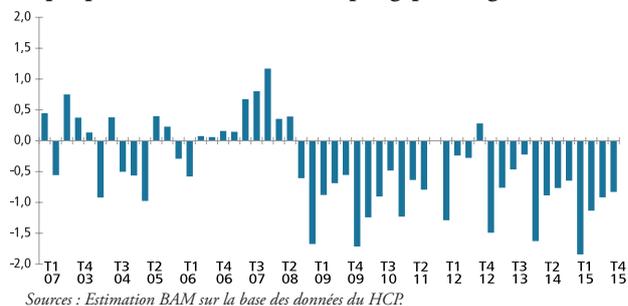
### 2.1 Tensions sur les capacités de production

Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, le niveau des activités non agricoles aurait continué d'évoluer en dessous de son potentiel au cours des troisième et quatrième trimestres 2015 (Graphique 2.1), présageant ainsi de l'absence de tensions inflationnistes émanant de la demande.

Parallèlement, les derniers résultats de l'enquête de conjoncture indiquent une quasi-stagnation, entre octobre et septembre, du taux d'utilisation des capacités de production (TUC) à 72% (Graphique 2.2). Cette situation est le résultat d'une hausse du TUC dans les industries mécaniques et métallurgiques, d'une baisse dans les industries du textile et du cuir et celles électriques et électroniques et d'une stagnation dans les autres branches.

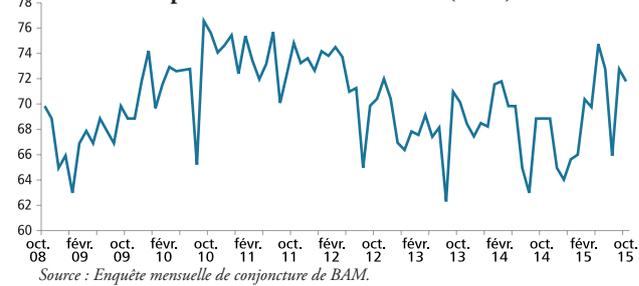
Selon la même enquête, les coûts unitaires de production auraient globalement progressé au cours du troisième trimestre 2015, reflétant notamment le renchérissement des matières premières énergétiques et non énergétiques. Par branche, cette hausse a concerné l'ensemble des industries à l'exception de celles mécaniques et métallurgiques pour lesquelles les coûts ont diminué (Graphique 2.3).

Graphique 2.1 : Evolution de l'output gap non agricole (en %)



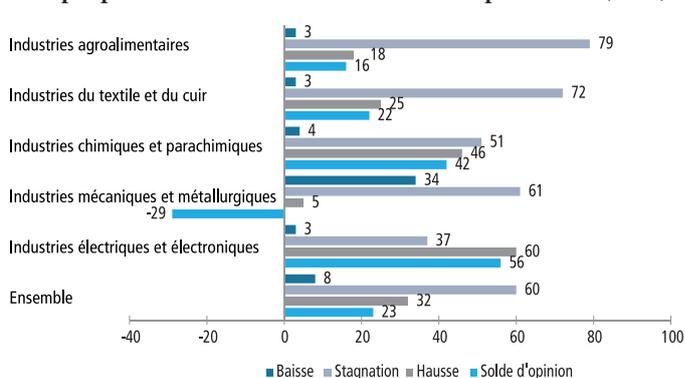
Sources : Estimation BAM sur la base des données du HCP.

Graphique 2.2 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Graphique 2.3 : Evolution du coût unitaire de production (en %)



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

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

La situation du marché de travail a été marquée au troisième trimestre par une hausse de 0,9% de la population active âgée de 15 ans et plus au niveau national, de 1,2% en milieu urbain et de 0,5% en zones rurales. Tenant compte de l'évolution démographique, le taux d'activité a reculé à 47,9% contre 48,2% une année auparavant.

Les créations d'emplois se sont limitées à 41.000 postes, dont 24.000 postes en milieu urbain (Graphique 2.4). Par secteur, les services ressortent le premier pourvoyeur d'emplois avec une création de 27.000 postes, dont 24.000 en zones rurales, suivis par le BTP avec 25.000 postes. Le secteur industriel y compris l'artisanat a également connu une augmentation de 16.000 postes, dont environ 10.000 en milieu rural. A l'inverse, et en dépit d'une campagne exceptionnelle, le secteur agricole, forêt et pêche a connu une nouvelle perte d'emplois de 27.000 postes après celle de 58.000 le trimestre précédent. Dans ces conditions, la population active occupée a connu une légère hausse de 0,4%, reflétant un accroissement de 0,4% en milieu urbain et de 0,3% en zones rurales. Le taux d'emploi a poursuivi ainsi sa tendance baissière, revenant de 43,6% à 43,1% au niveau national, de 35,8% à 35,3% en milieu urbain et de 55,7% à 55,5% en zones rurales (Tableau 2.1).

Tenant compte d'une demande additionnelle d'emploi de l'ordre de 107.000 personnes, le taux de chômage s'est accru de 0,5 point de pourcentage à 10,1%, résultat d'une augmentation de 0,6 point à 15,1% en milieu urbain et de 0,2 point à 4,3% en zones rurales. L'aggravation du chômage a concerné l'ensemble des tranches d'âge à l'exception des personnes de 35 à 44 ans, dont le taux est revenu de 6% à 5,6% (Tableau 2.1).

Graphique 2.4 : Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité (en milliers)

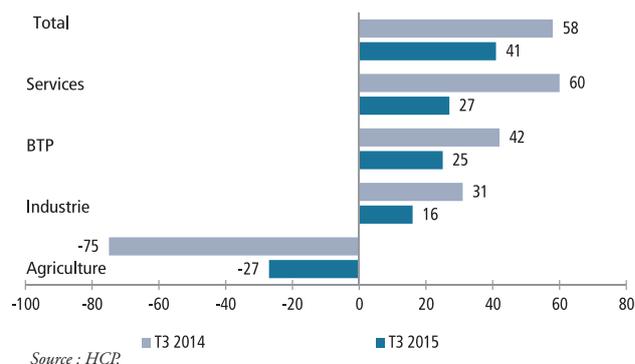


Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage

En milliers/en %	T3- 2014			T3- 2015		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(1)</sup>	6.282	5.603	11.885	6.358	5.633	11.992
Taux d'activité (en%) <sup>(2)</sup>	41,9	58,1	48,2	41,6	58,0	47,9
Population active occupée	5.372	5.373	10.745	5.396	5.390	10.786
Taux d'emploi (en%) <sup>(3)</sup>	35,8	55,7	43,6	35,3	55,5	43,1
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	910	230	1.140	962	244	1.206
Taux de chômage (en%) <sup>(4)</sup>	14,5	4,1	9,6	15,1	4,3	10,1
Selon l'âge						
- 15 - 24 ans	39,9	9,3	20,6	39,3	10,4	21,4
- 25 - 34 ans	20,5	4,3	13,6	22,6	3,7	14,5
- 35 - 44 ans	8,3	2,6	6,0	7,6	2,6	5,6
- 45 ans et plus	3,2	1,1	2,2	4,1	1,8	3,0
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,7	2,0	4,1	6,6	1,9	3,6
. Ayant un diplôme	19,0	9,9	16,9	18,1	8,9	16,0

(1) Population âgée de 15 ans et plus.

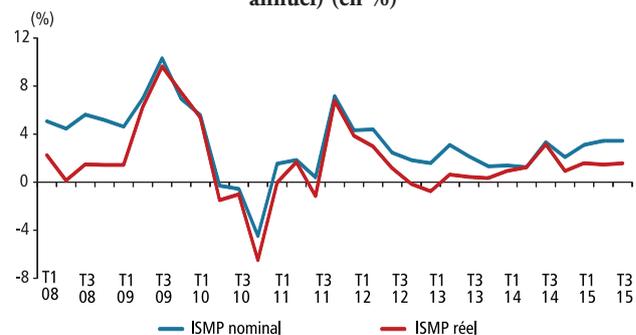
(2) Population active âgée de 15 et plus / Population totale âgée de 15 et plus

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

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

Source : HCP.

Graphique 2.5 : Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels (en glissement annuel) (en %)



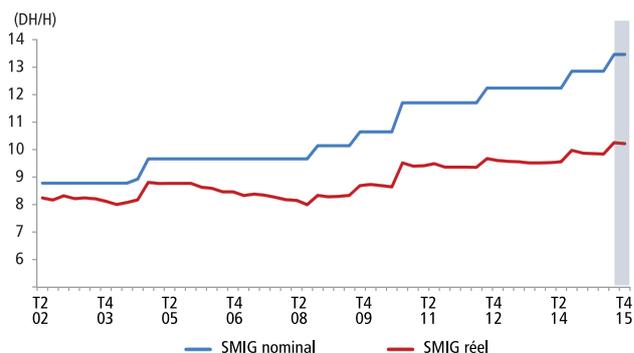
## 2.3 Salaires et productivité

S'agissant des coûts salariaux, les données du troisième trimestre montrent une augmentation, en glissement annuel, de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé de 3,4% en termes nominaux et de 1,6% en termes réels (Graphique 2.5).

Pour sa part, et suite à sa revalorisation de 5% en juillet 2015 à 13,46 dhs/h, le SMIG horaire a progressé, en glissement annuel, de 2,8% en termes réels au troisième trimestre 2015 et de 3,5% au quatrième trimestre (Graphique 2.6).

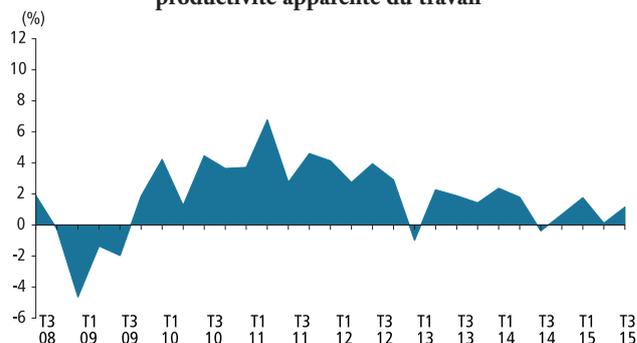
Au cours du même trimestre, l'indice de la productivité apparente du travail des activités non agricoles a enregistré une augmentation, en glissement annuel, de 1,1% contre un repli de 0,4% un an auparavant (Graphique 2.7). Cette évolution traduit une accélération de 1,7% à 2,2% du taux d'accroissement de la valeur ajoutée non agricole et un ralentissement de 2,1% à 1% de celui de l'emploi non agricole.

Graphique 2.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (DH/H)



Sources : Ministère de l'emploi et de la Formation Professionnelle et calculs BAM.

Graphique 2.7 : Variation en glissement annuel de la productivité apparente du travail\*



(\*) Valeur ajoutée non agricole/emploi non agricole.

Sources : HCP et estimations BAM.

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

Au cours du troisième trimestre, la conjoncture internationale a été marquée par la légère amélioration de l'activité dans la zone euro et une croissance moins élevée que prévue aux Etats-Unis, alors que dans les pays émergents, le ralentissement de l'activité globalement s'est poursuivi, bien qu'à des rythmes différenciés entre les pays. En effet, la croissance reste soutenue dans la zone euro accompagnée d'une baisse du taux de chômage, tandis qu'aux Etats-Unis, bien que le rythme d'accroissement du PIB ait décéléré, le taux de chômage s'est stabilisé à son plus bas niveau atteint depuis mars 2008. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance a ralenti en Chine et s'est accélérée en Inde, tandis qu'au Brésil le repli du PIB s'est accentué. Sur les marchés financiers, les indices boursiers des pays avancés sont ressortis en hausse et les taux obligataires souverains ont enregistré des évolutions divergentes selon les pays. L'euro s'est sensiblement déprécié face aux autres principales devises notamment le dollar, avec la tendance à la poursuite de la désynchronisation entre les orientations des politiques monétaires de la BCE et de la FED. La première ayant décidé, le 3 décembre, de prolonger son programme d'achat d'actifs et d'abaisser son taux directeur pour le situer dans une fourchette de 0,25% à 0,50%. Sur les marchés des matières premières, les cours des produits aussi bien énergétiques que ceux hors énergie continuent d'enregistrer des baisses marquées en novembre. Dans ces conditions, l'inflation dans les pays avancés continue d'évoluer à des niveaux très faibles. L'ensemble de ces évolutions laisse indiquer la poursuite d'absence de pressions inflationnistes d'origine externe.

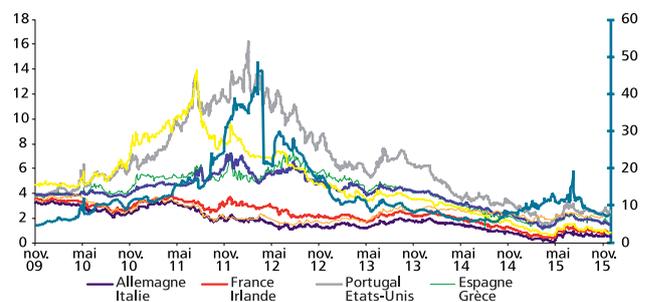
#### 3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

##### 3.1.1 Conditions financières

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées ont globalement poursuivi leur hausse et leur volatilité a connu une atténuation. Entre octobre et novembre, l'EUROSTOXX50 a augmenté de 5%, le Dow Jones de 3,2% et le NIKKEI 225 de 6,4%. De même, le CAC 40 s'est accru de 4,1% et le DAX 30 de 7,5%, tandis que le FTSE 100 a diminué de 0,5%. En termes de volatilité, le VSTOXX est revenu de 23,7 points de base à 22,8 et le VIX de 16,8 points à 16,2. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a baissé de 1,5%, recouvrant des baisses de 0,4% et de 5,7% respectivement pour les indices de la Chine et de l'Inde, et une hausse de 3,9% pour celui de la Turquie.

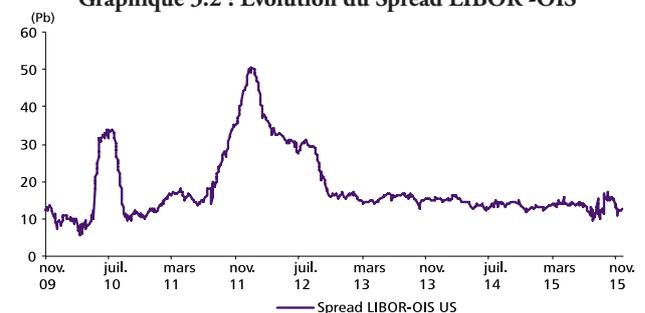
S'agissant des marchés obligataires, les taux ont enregistré des évolutions divergentes selon les pays. Le taux de rendement à 10 ans s'est accru, entre octobre et novembre, de 0,5% à 0,6% pour l'Allemagne, de 0,8% à 0,9% pour la France et de 2,4% à 2,6% pour le Portugal, tandis qu'il est resté stable à 1,7% pour l'Espagne. Par contre, ce taux a reculé de 7,9% à 7,5% pour la Grèce et de 1,7% à 1,6%

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

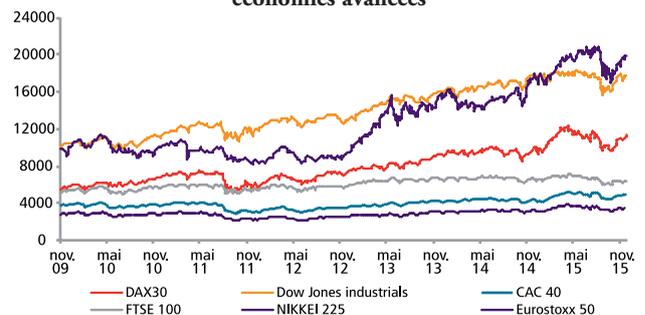


Source : Datastream.

Graphique 3.2 : Evolution du Spread LIBOR -OIS



Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Datastream.

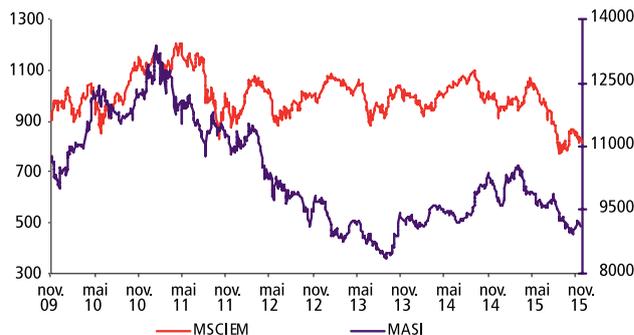
pour l'Italie. Pour sa part, le taux des Bons du Trésor américain de même maturité s'est établi à 2,3% en novembre au lieu de 2,1% le mois précédent.

S'agissant des principales économies émergentes, les taux de rendement à 10 ans ont enregistré des évolutions divergentes. Le taux s'est stabilisé à 3,2% pour la Chine, alors qu'il a diminué de 15,7% à 15,5% pour le Brésil et de 10% à 9,7% pour la Turquie. En revanche, il a augmenté de 7,6% à 7,7% pour l'Inde.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois s'est établi à -0,09% en novembre contre -0,05% un mois auparavant, alors que le Libor de même maturité a progressé de 0,32% à 0,37%. Pour sa part, le spread Libor-OIS dollar est revenu de 15,2 points de base à 12,3 points. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme d'évolution annuel a enregistré un léger accroissement aux Etats-Unis à 7,5% en novembre au lieu de 7,4% en octobre, et dans la zone euro, il s'est établi à 1% en octobre après 0,6% un mois auparavant.

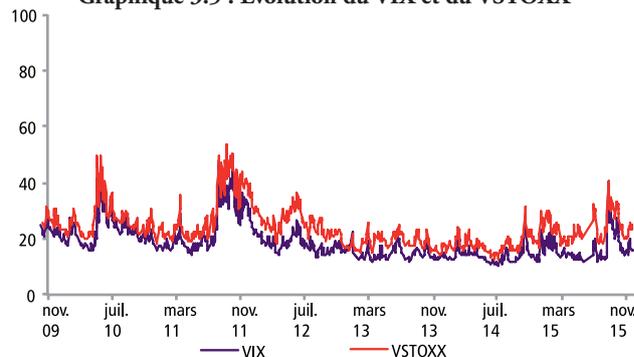
Sur les marchés de change, l'euro s'est nettement déprécié face aux autres principales devises. Il a perdu, entre octobre et novembre, 4,6% par rapport au dollar pour s'établir à 1,07 dollar, 3,6% contre la livre sterling et 2,5% vis-à-vis du yen japonais. Pour ce qui est de l'évolution des monnaies des principaux pays émergents par rapport au dollar, le real brésilien s'est apprécié de 2,5%, alors que la roupie indienne s'est dépréciée de 1,7% et le yuan chinois de 0,3%. Pour sa part, la lire turque est restée inchangée s'établissant à 2,9 liras pour un dollar. A noter que le conseil d'administration du FMI a donné, le 30 novembre, son accord pour que le yuan chinois intègre, à partir du 1er octobre 2016 le panier de devises qui sert au FMI à calculer ses « droits de tirage spéciaux » (DTS), avec une part de 10,92%. Le renminbi rejoint ainsi

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



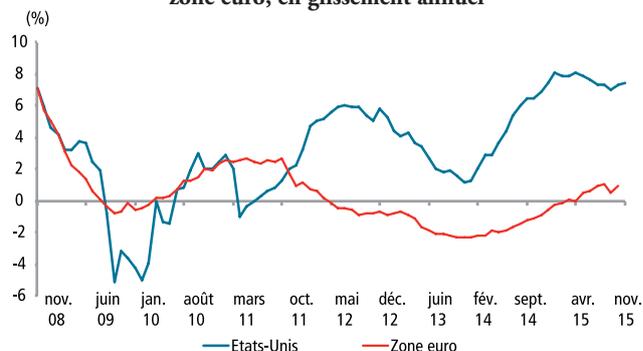
Source : Datastream.

Graphique 3.5 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

le dollar américain, l'euro, la livre sterling et le yen japonais au sein de ce panier.

Dans ce contexte, les Banques centrales des principaux pays avancés ont généralement maintenu stables leurs taux directeurs. La Banque d'Angleterre a maintenu, le 10 décembre, son taux directeur à 0,5%. De même, la BCE a gardé, le 3 décembre, son taux directeur inchangé à 0,05%. Toutefois, elle a décidé d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base à -0,30% et de prolonger de six mois son programme d'achats de titres lancé en mars 2015, et qui consiste à acheter 60 milliards d'euros d'actifs par mois. Elle a également indiqué que les recettes tirées des différents actifs rachetés seraient réinvesties dans le programme. De son côté, la FED a décidé, lors de la réunion du comité monétaire le 16 décembre, de relever son taux directeur de 25 points de base pour s'établir dans une fourchette allant de 0,25% à 0,5%. Elle a souligné l'amélioration considérable du marché du travail aux Etats-Unis, avec un taux de chômage atteignant 5%, et qu'elle est raisonnablement confiante dans le fait que l'inflation progressera à moyen terme vers son objectif de 2%. S'agissant du timing et de l'ampleur des futurs ajustements de la fourchette de son taux directeur, le Comité a indiqué qu'il fera un bilan des conditions économiques effectives et attendues en rapport avec ses deux objectifs d'un emploi maximum et d'une inflation de 2%.

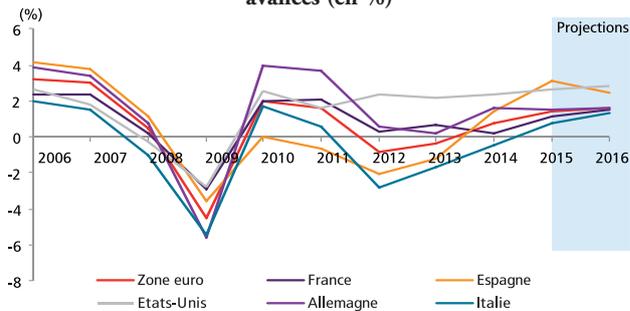
S'agissant des pays émergents, la Banque centrale de Chine a réduit, le 23 octobre, son taux directeur de 25 points de base à 4,35%, soit la sixième réduction durant les onze derniers mois. Pour sa part, la Banque centrale d'Inde a maintenu, le 1<sup>er</sup> décembre, son taux directeur à 6,75%. De même, la Banque centrale de Russie a décidé, lors de sa réunion du 11 décembre, de maintenir son taux directeur inchangé à 11%, en raison de la persistance d'importants risques inflationnistes. De son

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

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

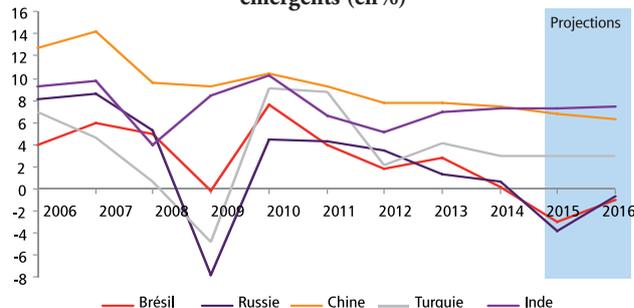
Source : Datastream.

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



Source : FMI (Prévisions d'octobre 2015)

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



Source : FMI (Prévisions d'octobre 2015)

côté, la Banque centrale du Brésil a maintenu, le 25 novembre, son taux à 14,25%.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

La conjoncture économique reste marquée, au cours du troisième trimestre, par la légère amélioration de l'activité dans la zone euro, par une croissance moins élevée que prévue aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ainsi que par la poursuite du ralentissement en Chine.

Au troisième trimestre, la croissance s'est établie à 1,6% dans la zone euro, pour le deuxième trimestre consécutif, reflétant la consolidation progressive de l'activité en Espagne et en Allemagne, dont la croissance est passée de 3,2% à 3,4% et de 1,6% à 1,7%, respectivement. Quant à la France et l'Italie, leur performance économique reste relativement faible, bien que leurs taux de croissance aient enregistré des hausses respectives de 1,1% à 1,2% et de 0,6% à 0,8%. Aux Etats-Unis, la croissance a décéléré de 2,7% à 2,2%, reflétant particulièrement la poursuite du ralentissement de l'investissement privé et la décélération des exportations. De même, la croissance est revenue de 2,4% à 2,3%

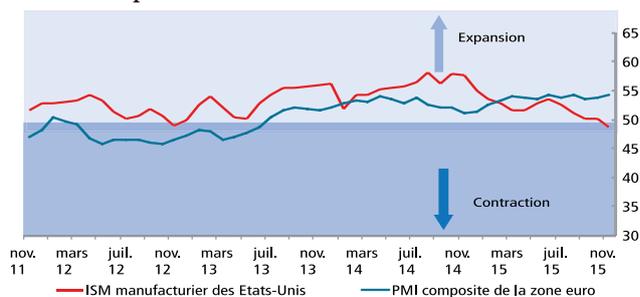
au Royaume-Uni, pénalisée par la contraction de la production manufacturière. Au Japon, l'activité poursuit son redressement graduel en glissement annuel, l'accroissement du PIB s'étant établi à 1,7% après 0,7% un trimestre auparavant.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance a reculé de 7% à 6,9% en Chine, en lien avec l'essoufflement de la production industrielle, alors qu'en Inde, elle a augmenté de 7,1% à 7,4%, soutenue par le redressement de l'activité manufacturière. Au Brésil, la contraction du PIB s'est accentuée à 4,5% après 3% enregistré un trimestre auparavant, alors qu'en Russie, elle s'est atténuée de 3,8% à 3,7%.

S'agissant des indicateurs de haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro poursuit son accroissement, passant de 53,9 en octobre à 54,2 points en novembre, soit son plus haut niveau depuis quatre ans et demi. En revanche, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis s'est établi en dessous du seuil de 50 points, soit 48,6 en novembre après 50,1 points un mois auparavant.

En termes de perspectives, le FMI a revu à la baisse, en octobre, ses projections de la croissance mondiale à 3,1% pour 2015 et à 3,6% pour 2016, en raison de la poursuite du ralentissement dans les pays émergents et en développement et de la lenteur de la reprise dans les pays avancés. En particulier, la croissance devrait se situer à 2,6% puis 2,8% aux Etats-Unis, soutenue notamment par la baisse du prix du pétrole et l'amélioration de l'activité sur le marché immobilier. Dans la

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



Source : Datastream

Tableau 3.2 : Perspectives mondiales de la croissance

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

Sources : Commission Européenne (novembre 2015), FMI (octobre 2015), OCDE (novembre 2015).

zone euro et au Japon, la reprise modérée de l'activité devrait se poursuivre avec des taux de croissance de 1,5% et 0,6% en 2015 puis 1,6% et 1% en 2016, respectivement. En Chine, le PIB devrait croître de 6,8% en 2015 et de 6,3% en 2016, tandis qu'en Inde il augmenterait de 7,3% et 7,5% respectivement. En revanche, au Brésil et en Russie, le PIB devrait se contracter respectivement, de 3% et 3,8% en 2015 et de 1% et 0,6% en 2016.

De même, la Commission Européenne et l'OCDE ont revu à la baisse, en novembre, leurs perspectives de la croissance mondiale en raison, particulièrement, de la dégradation de l'activité dans les pays émergents.

### 3.1.3 Marché de l'emploi

En novembre 2015, le taux de chômage aux Etats-Unis est demeuré inchangé à 5% par rapport au mois précédent. Dans la zone euro, les données pour le mois d'octobre indiquent une baisse du taux de chômage à 10,7% après 10,8% en septembre, soit son plus bas niveau enregistré depuis février 2012. Ce taux a reculé, de 11,6% à 11,5% en Italie, alors qu'il s'est stabilisé en France, en Espagne et en Allemagne à respectivement 10,8%, 21,6% et 4,5%. Au Royaume-Uni, les données du mois d'août 2015 indiquent un recul du taux de chômage à 5,2% après 5,3% le mois précédent.

S'agissant des prévisions à court terme de l'emploi, l'OCDE et la Commission européenne dans leur édition de novembre 2015, ont révisé globalement à la baisse les taux de chômage pour la majorité des pays avancés par rapport à l'édition de mai 2015. Ainsi, l'OCDE prévoit un taux de chômage aux Etats-Unis de 5,3% et 4,7% et de 10,9% et 10,4% dans la zone euro respectivement en 2015 et 2016.

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

	2013	2014	sept. 2015	oct. 2015	nov. 2015
Etats-Unis	7,4	6,2	5,1	5,0	5,0
Zone euro	12,0	11,6	10,8	10,7	N.D
France	10,3	10,3	10,8	10,8	N.D
Italie	12,1	12,7	11,6	11,5	N.D
Allemagne	5,2	5,0	4,5	4,5	N.D
Espagne	26,1	24,5	21,6	21,6	N.D
Royaume-Uni	7,6	6,1	N.D	N.D	N.D

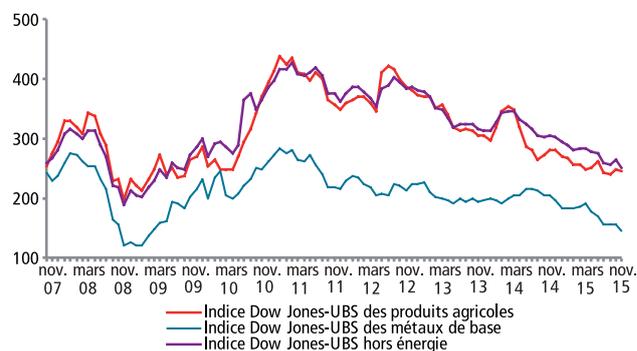
Source : Eurostat.

**Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars**



Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

### 3.2 Prix des matières premières et inflation

Au cours des trois derniers mois, les prix des matières premières se sont globalement inscrits en baisse en glissement annuel. Pour ce qui est de l'inflation, elle reste très faible dans les pays avancés, notamment aux Etats-Unis et dans la zone euro.

#### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Le prix du Brent a accusé un recul mensuel de 7,8% en novembre, s'établissant en moyenne à 45,1 dollars le baril, contre 48,9 dollars le mois précédent. Cette évolution, malgré les tensions géopolitiques, s'explique notamment par l'offre surabondante et les stocks importants. En glissement annuel, le prix du Brent ressort en baisse de 43,1%, revenant de 79,2 dollars le baril à 45,1 dollars.

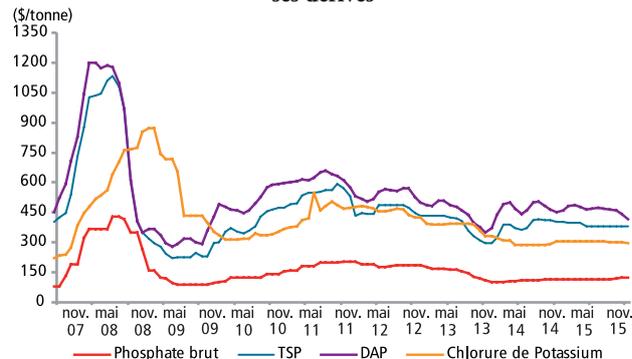
En ce qui concerne les perspectives d'évolution du prix du pétrole<sup>1</sup>, la Banque Mondiale, dans ses projections d'octobre, a revu à la baisse ses estimations comparativement à l'édition de juillet, tablant désormais sur 52,5 et 51,4 dollars le baril en 2015 et 2016, respectivement. De même, le FMI prévoit dans le WEO d'octobre un prix de 51,6 dollars le baril en 2015 et de 50,4 dollars en 2016, en baisse comparativement aux projections de juillet. Pour ce qui est du cours du Brent, la Commission européenne a également revu à la baisse ses prévisions à 54,8 dollars le baril en 2015 et à 54,2 dollars en 2016 dans son édition d'automne, après respectivement 59,4 dollars et 66 dollars prévus auparavant.

#### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

S'agissant des produits hors énergie, leurs prix ont enregistré des baisses marquées en glissement annuel, durant le mois de novembre. L'indice Dow Jones-UBS y afférent s'est ainsi replié de 17,2%, reflétant la diminution de

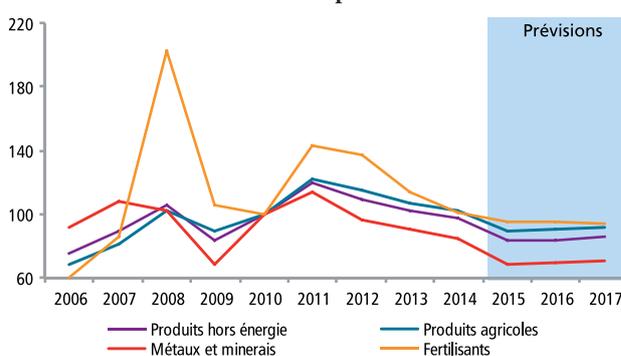
1 La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubaï).

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



Source : Banque Mondiale.

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



Source : Banque Mondiale.

12,4% de l'indice des prix des produits agricoles et le recul de 29,6% de celui des cours des métaux de base.

En ce qui concerne le marché mondial des phosphates et dérivés, le prix du brut est demeuré inchangé à 123 dollars la tonne en novembre, après une hausse mensuelle de 1,7% le mois précédent. De même, le cours du TSP s'est stabilisé en novembre, à 380 dollars la tonne. Pour leur part, les cours du DAP et du Chlorure de Potassium se sont repliés de 5,9% et de 1,3% respectivement, à 416 et 296 dollars la tonne. En revanche, le prix de l'Urée a enregistré en novembre une hausse mensuelle de 0,8% à 257 dollars la tonne. En glissement annuel, le cours ressort en hausse de 7% pour le phosphate brut, alors qu'il s'est replié de 3,1% pour le Chlorure de Potassium, de 6,2% pour le TSP, de 8,1% pour le DAP et de 17,4% pour l'Urée. Concernant le cours du blé dur, il a augmenté de 2,4% par rapport au mois précédent, contre un net recul de 31,6% en glissement annuel.

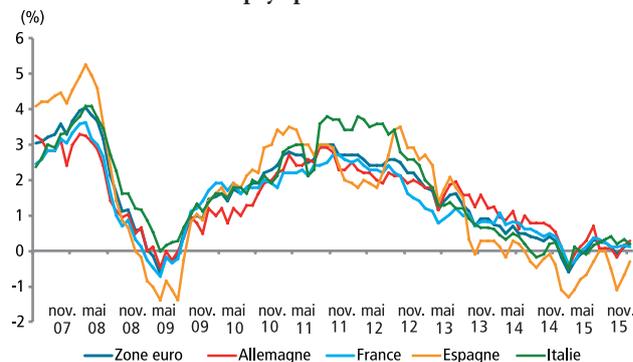
### 3.2.3 Inflation dans le monde

En novembre, le taux d'inflation a connu une hausse de 0,1% à 0,5% aux Etats-Unis. De même, le taux est passé de 0,1% à 0,2% dans la zone euro, avec une légère baisse de 0,3% à 0,2% en Italie et de 0,2% à 0,1% en France, une augmentation de 0,2% à 0,3% en Allemagne et une atténuation de la baisse des prix de 0,7% à 0,3% en Espagne. Par ailleurs, le taux d'inflation au Royaume-Uni est passé de -0,1% à 0,1% en novembre. Pour ce qui est du Japon, les dernières données disponibles sont celles d'octobre et font état d'une hausse du taux d'inflation de 0% à 0,3%.

Dans les principaux pays émergents et en développement, le taux d'inflation a augmenté en novembre, passant de 1,3% à 1,5% en Chine et de 9,9% à 10,5% au Brésil, tandis qu'en Russie, les données d'octobre indiquent une légère baisse de l'inflation de 15,7% à 15,6%.

Selon les prévisions du FMI dans le cadre du WEO d'octobre, l'inflation devrait s'établir à 0,3% en 2015 et à 1,2% en 2016 dans les économies avancées, alors que dans les pays émergents et en développement, elle est prévue à 5,6% en 2015, avant de diminuer à 5,1% en 2016. Pour sa part, la Commission européenne table dans son édition d'automne sur un taux d'inflation de 0,1% en 2015 et de 1% en 2016 dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis, ce taux s'établirait à 0,2% en 2015, avant de connaître une accélération à 2,1% en 2016.

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



Source : Eurostat.

Tableau 3.4 : Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

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

Sources : FMI (octobre 2015), OCDE (novembre 2015) et Commission Européenne (novembre 2015)

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

En octobre 2015, le rythme d'accroissement annuel de l'agrégat M3 est demeuré quasiment inchangé comparativement au troisième trimestre, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif. Pour ce qui est du crédit bancaire, son taux de progression annuel est revenu à 0,7%, après 1,8% au troisième trimestre 2015, traduisant une accentuation de la baisse de 2,5% à 3,9% des prêts accordés aux sociétés non financières privées et une quasi-stagnation des crédits destinés aux ménages à 3,6%. En termes de perspectives, le crédit bancaire devrait s'accroître de 0,5% à fin 2015 et de 3% à fin 2016. Concernant les conditions monétaires, le taux interbancaire est resté aligné sur le taux directeur et les taux créditeurs sont revenus de 3,71% en moyenne au deuxième trimestre à 3,66% au troisième trimestre. S'agissant des taux débiteurs, ils ont accusé une diminution moyenne de 26 points de base au troisième trimestre 2015, avec des diminutions de 30 points pour les facilités de trésorerie, de 24 points pour les prêts immobiliers et de 10 points pour les crédits à la consommation. En ce qui concerne le taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié au troisième trimestre 2015 de 1,5% en termes réels, traduisant une appréciation de 0,88% en termes nominaux et une inflation au Maroc globalement supérieure à celle des principaux pays partenaires et concurrents.

Les prix des actifs immobiliers ont accusé une baisse trimestrielle de 1,5% au cours du T3-2015, après celle de 0,7% un trimestre auparavant. Cette diminution reflète principalement le recul des prix du résidentiel (-1,1%), du foncier (-2,4%) et des biens à usage professionnel (-1,3%). Concernant le nombre de transactions, il a régressé de 10,4% d'un trimestre à l'autre. Le mouvement baissier des transactions a concerné l'ensemble des catégories d'actifs, avec un taux de -7,9% pour les appartements, de -17% pour le foncier et de -18% pour les biens à usage professionnel.

Sur le marché boursier, le MASI a connu, en novembre, une légère dépréciation de 0,2% par rapport à fin septembre, ramenant sa contreperformance depuis le début de l'année à 5,5%. Pour ce qui est du volume des échanges, il a atteint près de 3 milliards en novembre, et s'est établi à 31,8 milliards de dirhams depuis le début de l'année contre 36,4 milliards enregistrés pendant la même période de l'année précédente.

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

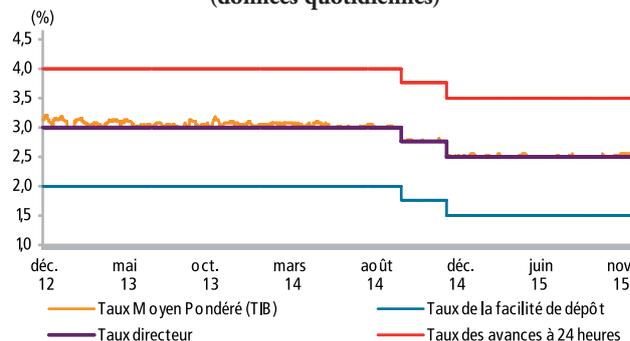
### 4.1 Conditions monétaires

#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 22 septembre 2015, le Conseil de la Banque a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 2,5%. Dans ce contexte, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire est resté aligné sur le taux directeur à 2,52% en moyenne entre octobre et novembre 2015.

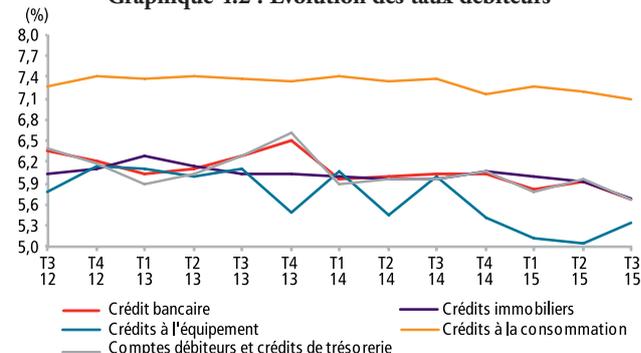
Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2015 indiquent une baisse de 26 points de base du taux moyen global à 5,67%, avec des diminutions de 30 points pour les facilités de trésorerie à 5,65%, de 24 points pour les prêts immobiliers à 5,68% et de 10 points pour les crédits à la consommation à 7,08%. En revanche, les taux assortissant les crédits à l'équipement se sont

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



\* Données arrêtées au 29 novembre 2015.  
Source : BAM

Graphique 4.2 : Evolution des taux débiteurs



inscrits en hausse de 31 points de base, pour s'établir à 5,35%.

En ce qui concerne les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est établi à 3,66% au troisième trimestre, en légère baisse de 5 points de base comparativement au deuxième trimestre 2015. Cette évolution traduit le recul de 4 points de base du taux sur les dépôts à 6 mois à 3,56% et de 9 points de base de celui des dépôts à un an à 3,74%.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, les taux se sont inscrits, au cours du mois d'octobre, en hausse de 7 points de base pour les maturités à 2 ans et de 22 points de base pour les taux appliqués aux bons du Trésor à 10 ans, alors qu'ils sont restés quasiment inchangés pour les autres maturités. Sur le marché secondaire, les taux appliqués sur les différentes maturités n'ont pas connu de variations significatives.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

#### Evolution de M3

Les données relatives au mois d'octobre 2015 laissent apparaître une quasi-stabilité du rythme d'accroissement annuel de la masse monétaire. En conséquence, l'écart monétaire s'est maintenu à des niveaux négatifs, laissant indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

Ainsi, après une hausse moyenne de 6,6% durant le premier semestre 2015, l'agrégat M3 s'est accru en octobre à un rythme quasi identique à celui observé au troisième trimestre, soit 5,6%.

Par composantes, le taux de progression annuel des dépôts à vue s'est accéléré de 5,3% à 5,8% et celui des dépôts à terme de 8,8% à 10,8%. Cette accélération s'explique par l'amélioration des dépôts des agents non financiers. Ainsi, les dépôts des entreprises non financières privées ont augmenté de 12,1% au lieu de 9,5% au trimestre précédent, sous l'effet de l'accélération du taux d'accroissement de leurs dépôts à

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

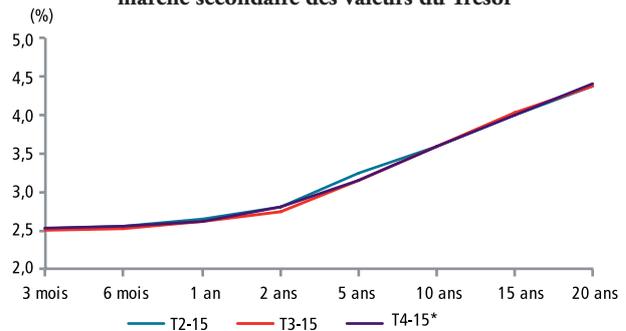
	2003		2014			2015		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
6 mois	3,59	3,51	3,68	3,69	3,71	3,64	3,60	3,56
12 mois	3,92	3,86	3,91	3,86	3,94	3,85	3,83	3,74
Moyenne pondérée	3,79	3,71	3,81	3,80	3,85	3,76	3,71	3,66

Source : BAM.

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

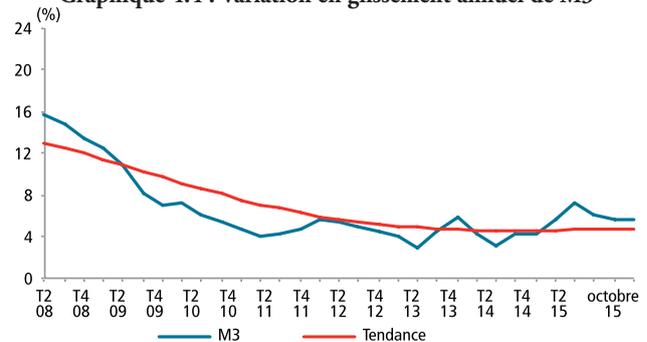
	2014				2015			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	octobre
13 semaines	3,30	3,08	2,97	2,68	2,48	2,54	2,51	2,50
26 semaines	3,45	3,15	-	2,79	2,50	2,55	-	-
52 semaines	3,63	3,25	3,14	2,83	2,53	2,66	2,60	2,61
2 ans	4,04	3,35	-	3,02	2,59	2,86	2,74	2,81
5 ans	4,62	3,91	3,80	3,33	2,98	3,24	3,17	3,16
10 ans	5,43	4,47	-	3,75	3,30	3,66	3,39	3,61
15 ans	5,87	5,15	-	4,30	3,89	4,07	-	-
20 ans	5,96	5,66	5,57	4,60	4,20	-	4,44	4,42
30 ans	-	-	-	5,69	4,98	5,01	5,00	4,99

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



\* L'observation du quatrième trimestre 2015 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er octobre au 25 novembre 2015.

Graphique 4.4 : Variation en glissement annuel de M3



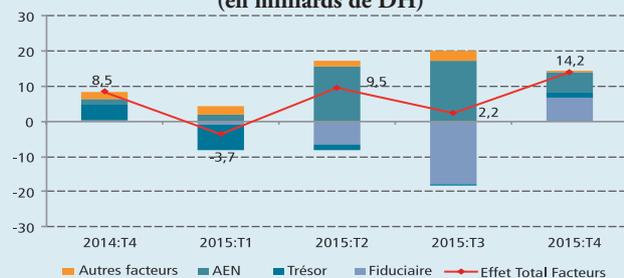
Source : BAM.

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

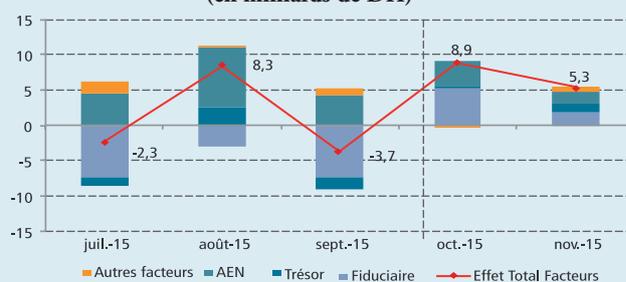
Au cours du troisième trimestre de l'année 2015, les trésoreries bancaires se sont améliorées de 2,2 milliards de dirhams sous l'effet expansif des opérations en devises et des autres facteurs, partiellement compensé par la hausse de l'encours de monnaie fiduciaire en circulation. En effet, les cessions de billets de banque étrangers, dont le rythme s'est accéléré durant la période estivale, ont largement contribué à l'amélioration de la liquidité pour un montant de 17,2 milliards de dirhams. De même, les autres facteurs ont contribué à l'amélioration de la liquidité bancaire de 3,1 milliards de dirhams dont 1,1 milliard au titre des opérations de la clientèle de Bank Al-Maghrib. Toutefois, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire durant la période estivale et à l'occasion d'Aïd Al-Adha, pour un montant de 17,7 milliards de dirhams, a partiellement compensé l'effet expansif des autres facteurs. Pour leur part, les opérations du Trésor ont été sans incidence notable sur la liquidité (soit un effet restrictif de près de 350 millions de dirhams) du fait de la quasi-compensation entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (37 milliards de dirhams) et les recettes fiscales et douanières, y compris le 2ème acompte de l'IS;
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (30,3 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16,8 milliards de dirhams) et des pensions des retraités (5,8 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (3,7 milliards de dirhams).

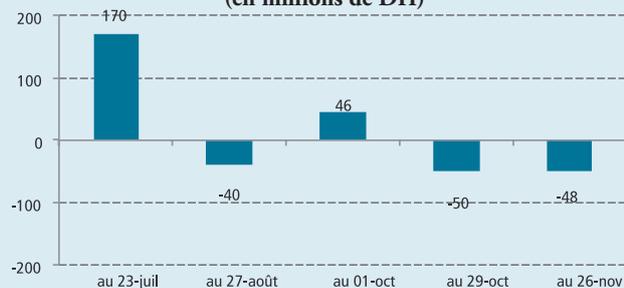
Graphique E 4.1.1 : Evolution de l'effet des FALB par trimestre (en milliards de DH)



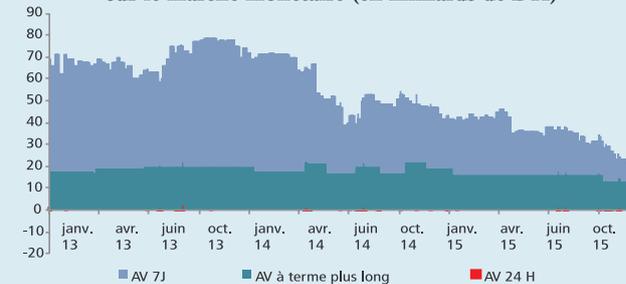
Graphique E 4.1.2 : Evolution de l'effet des FALB par mois (en milliards de DH)



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



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



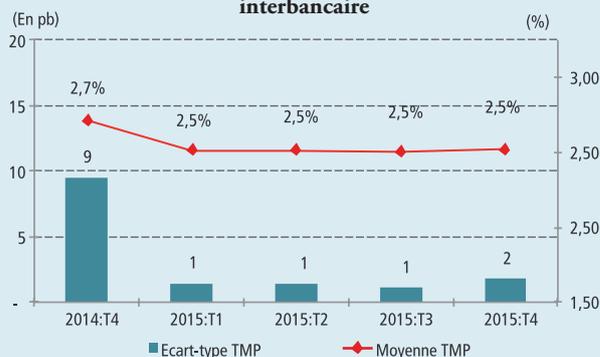
Durant le quatrième trimestre de l'année 2015\*, le déficit de liquidité des banques s'est résorbé de 14,2 milliards de dirhams sous l'effet combiné de l'ensemble des facteurs autonomes. Ainsi, les reflux nets de la monnaie fiduciaire ont atteint 7 milliards de dirhams. Pour leur part, les opérations sur avoirs extérieurs ont continué à exercer un effet expansif s'élevant à 5,5 milliards de dirhams. En outre, les opérations du Trésor ont impacté positivement la liquidité de 1,5 milliard de dirhams résultant notamment de la différence entre :

- d'une part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (21,3 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (5,6 milliards de dirhams) et des pensions des retraités (4 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (3,4 milliards de dirhams);
- et d'autre part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (22,2 milliards de dirhams) et les recettes fiscales et douanières y compris le 3ème acompte de l'IS.

Compte tenu de ce qui précède, l'encours des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établi en baisse de 14 milliards par rapport à la fin du trimestre précédent, soit 20,5 milliards de dirhams. Cette baisse a porté aussi bien sur les avances hebdomadaires que sur les opérations de prêts garantis à un an dont les encours respectifs ont été ramenés à 7 milliards et à 13,5 milliards de dirhams.

Enfin, le taux de rendement sur le marché interbancaire au jour le jour s'est maintenu à des niveaux proches du taux directeur, soit à 2,52% en moyenne, avec une faible volatilité de 2 points de base.

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



\* T4 2015 : le quatrième trimestre de l'année 2015 comprend uniquement la période allant du 1er octobre au 26 novembre 2015.

terme, tandis que la progression de leurs dépôts à vue s'est décélérée. De même, les dépôts des ménages ont vu leur rythme s'accélérer de 6,5% à 7,3% et ceux du secteur public se sont accrus de 3,5%, contre une diminution de 2,6% un trimestre auparavant.

En ce qui concerne les autres composantes, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 7,2% après 6,6% traduisant un effet de base lié à la baisse importante observée un an auparavant. De même, les titres des OPCVM monétaires, après avoir accusé un repli annuel de 1,6% au trimestre précédent, se sont établis à un niveau identique à celui enregistré à fin octobre 2014. En revanche, les placements à vue ont progressé de 6,6% au lieu de 6,9%, alors que les dépôts à vue auprès du Trésor ont accusé un repli de 14,5% après une hausse de 3,8% au troisième trimestre.

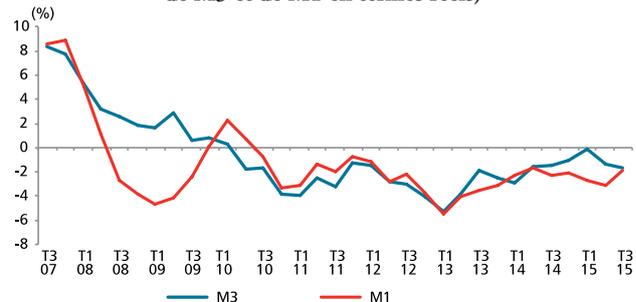
Au niveau des principales sources de création monétaire, l'évolution de l'agrégat M3 recouvre une accélération de 18,2% à 23,8% du taux de progression des réserves internationales nettes ainsi que des décélérations de 1,8% à 0,7% pour le crédit bancaire et de 15,7% à 10,1% pour les créances nettes sur l'administration centrale.

### Crédit

Les données relatives au mois d'octobre font ressortir une poursuite de la décélération du taux de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est établi à 0,7%, après 1,8% en moyenne durant le troisième trimestre 2015.

Par composante, les facilités de trésorerie ont accusé une baisse de 5,6% en octobre, plus accentuée que celle de 4,4% un trimestre auparavant. Pour ce qui est des crédits à l'équipement, ils ont enregistré un repli de 1,8% contre une hausse de 1,7%, traduisant une diminution de ceux accordés aux sociétés non financières publiques de 0,4% après une hausse de 11,9% et une accentuation de la baisse de 0,9% à 3,3% de ceux destinés aux

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



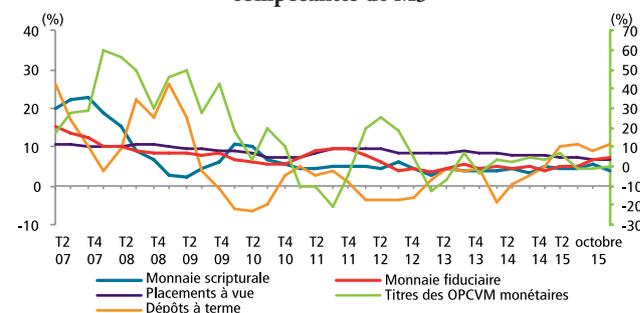
*1 L'écart monétaire calculé en termes réels est la différence entre le niveau du stock de monnaie observé et d'équilibre. Ce dernier, déterminé en se basant sur l'équation quantitative de la monnaie, correspond au taux d'évolution de l'activité économique potentielle en termes réels, diminué du rythme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

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



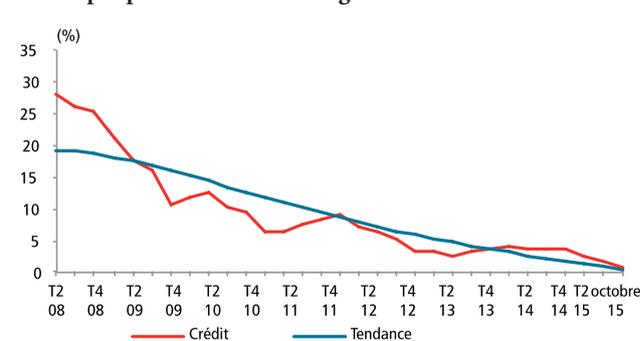
Source : BAM.

Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



Source : BAM.

Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



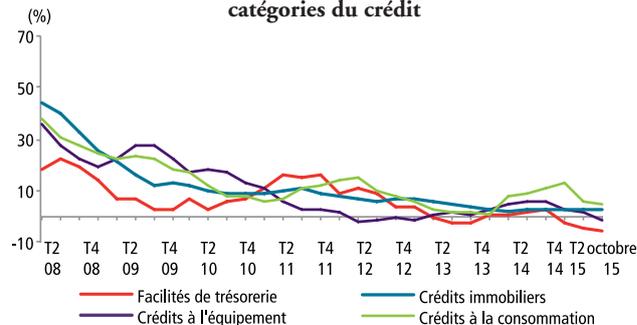
Source : BAM.

sociétés non financières privées. En parallèle, les prêts immobiliers ont vu leur rythme de croissance légèrement décélérer de 2,7% à 2,3%, suite à un ralentissement de 5,9% à 5,4% du taux de progression des crédits à l'habitat et une accentuation de la baisse de 5,2% à 5,4% des prêts aux promoteurs immobiliers. Pour les autres catégories, les crédits à la consommation ont vu leur rythme revenir de 5,5% à 5,1% alors que les prêts à caractère financier se sont légèrement améliorés de 10,2% à 10,5%. Pour ce qui concerne les créances en souffrance, leur taux de croissance annuel est passé de 10,7% au troisième trimestre à 11,2% et leur ratio par rapport au crédit bancaire est resté quasiment stable à 7,5%.

Par secteur institutionnel, les concours destinés au secteur privé ont connu une baisse de 0,6% après une augmentation de 0,1% durant le trimestre précédent. Cette évolution traduit une accentuation de 2,5% à 3,9% de la baisse des prêts accordés aux sociétés non financières privées et une quasi-stagnation des crédits accordés aux ménages à 3,6%. De même, les concours destinés au secteur public ont vu leur progression décélérer de 7,2% à 3,3%. Pour ce qui est des crédits accordés aux autres sociétés financières, leur rythme de croissance est revenu de 10,9% en moyenne durant le troisième trimestre à 8,7% en octobre.

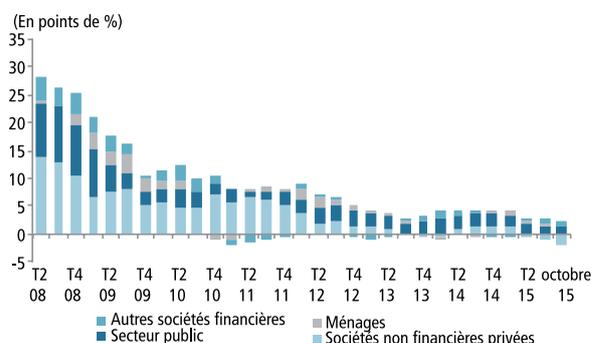
Les dernières données disponibles du crédit bancaire par branche d'activité indiquent une accentuation de la baisse de 9,2% au deuxième trimestre à 10% au troisième trimestre des crédits alloués aux industries manufacturières et de 2,8% à 7,2% des prêts accordés à la branche « commerce ». Dans le même sens, les concours destinés aux industries extractives ont accusé un repli de 1,1% contre une hausse de 1% le trimestre précédent. En revanche, le rythme d'accroissement des crédits s'est accéléré de 12,3% à 16,9% pour la branche « Electricité, gaz et eau » et de 17,3% à 21,2% pour les « transports et communications ».

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



Source : BAM.

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



Source : BAM.

S'agissant des prêts octroyés aux agents non financiers par les autres sociétés financières et non inclus dans la situation monétaire, ils ont marqué une diminution de 0,6% au troisième trimestre, moins accentuée que celle de 3,2% observée durant le deuxième trimestre 2015, en relation notamment avec l'amélioration des prêts distribués par les sociétés de financement. En effet, ces derniers ont augmenté de 0,2% contre un repli de 2,5% au deuxième trimestre, en relation avec l'accélération de 2,3% à 3,5% du crédit-bail et avec l'atténuation de la baisse de 13,9% à 1% des crédits à la consommation. Quant aux crédits accordés par les banques off-shore, ils ont marqué une nouvelle contraction, s'établissant à un niveau inférieur de 26,4% par rapport à celui observé un an auparavant.

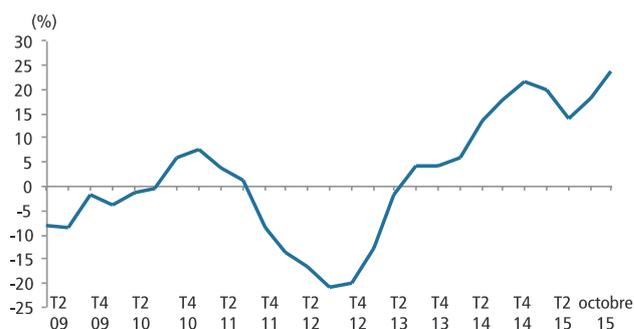
Selon les derniers résultats de l'enquête sur les conditions d'octroi du crédit menée par Bank Al Maghrib, l'évolution récente du crédit bancaire serait liée essentiellement à la baisse de la demande. En effet, ces résultats indiquent une diminution de la demande des entreprises au cours du troisième trimestre, et plus particulièrement celle émanant des petites et moyennes entreprises. En revanche, les banques auraient assoupli les critères d'octroi du crédit bancaire au cours du troisième trimestre aussi bien aux entreprises, TPME et grandes entreprises, qu'aux particuliers.

### Autres sources de création monétaire

A fin octobre, les réserves internationales nettes se sont renforcées de 23,8% au lieu de 18,2% au trimestre précédent, en relation avec l'allègement du déficit du compte courant et la poursuite de l'afflux des IDE.

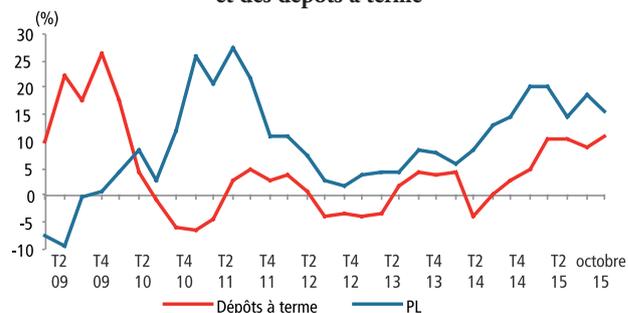
Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, elles ont vu leur taux de progression revenir de 15,7% à 10,1% en octobre. Cette évolution est liée à la hausse de 20,6% des engagements des autres institutions de dépôts, contre une baisse de 38,7% au trimestre précédent. Dans le même temps, les

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



Source : BAM.

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



Source : BAM.

détentions en bons du Trésor se sont accrues de 6,8%, après 3,4% pour les banques et de 68,8%, au lieu de 109% pour les OPCVM monétaires.

### Placements liquides

Les agrégats de placements liquides ont vu leur rythme de croissance annuel revenir de 18,7% à 15,4% reflétant ainsi le ralentissement de l'ensemble de leurs composantes.

En effet, les titres inclus dans l'agrégat PL1 ont progressé de 14,1% en octobre, au lieu de 16,4% un trimestre auparavant, en liaison avec la décélération du rythme de croissance de l'encours des bons du Trésor de 15,6% à 13,1%. De même, le taux d'accroissement des titres des OPCVM est revenu de 22,6% à 17,8%.

### Taux de change

Au cours du quatrième trimestre, et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est appréciée en moyenne de 0,49% vis-à-vis de l'euro et s'est dépréciée de 0,76% contre le dollar américain.

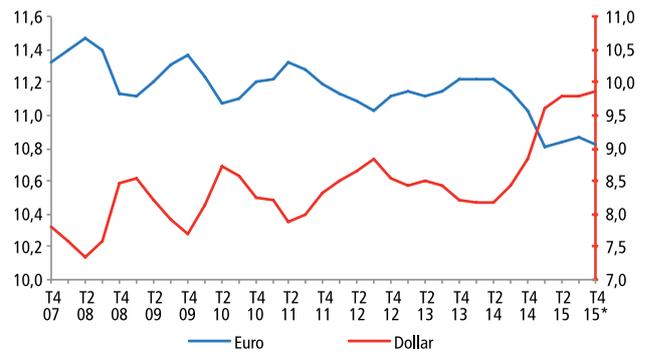
Dans ces conditions, le taux de change effectif2 du dirham s'est apprécié au troisième trimestre 2015 de 1,5% en termes réels, traduisant une appréciation de 0,88% en termes nominaux et une inflation au Maroc globalement supérieure à celle des principaux pays partenaires et concurrents.

## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

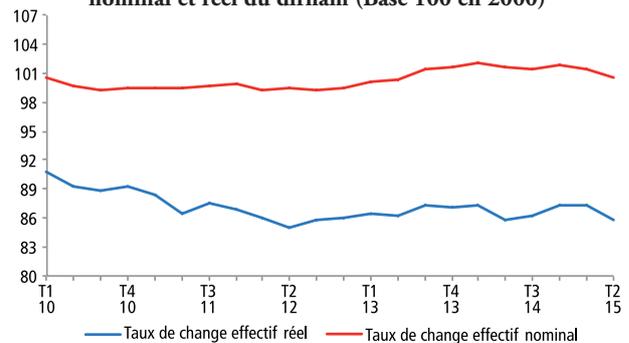
Sur le marché immobilier, après une baisse de 0,7% un trimestre auparavant, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une nouvelle diminution de 1,5% au cours du T3-2015. Cette baisse s'explique par un repli des prix de 2,4% pour les actifs fonciers, de 1,3% pour les biens à usage professionnel et de 1,1% pour les actifs résidentiels.

Graphique 4.13 : Evolution du taux de change du dirham



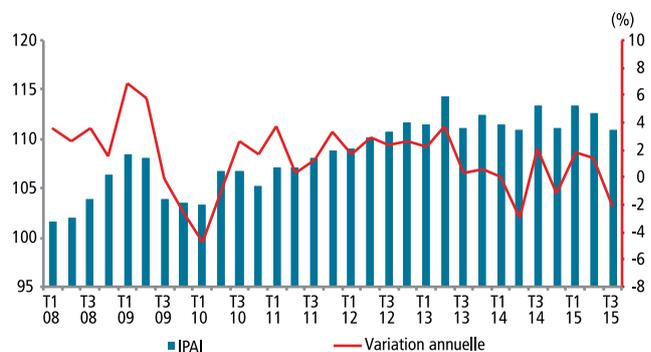
\* L'observation du quatrième trimestre 2015 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1er octobre au 27 novembre 2015.  
Source : BAM

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



Sources : FMI et calcul de BAM.

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



Source: BAM.

S’agissant des transactions, elles se sont inscrites en baisse de 10,4% d’un trimestre à l’autre, sous l’effet du recul des ventes de biens à usage professionnel de 18% et de celles portant sur les biens résidentiels et sur les terrains urbains de 7,8% et 17% respectivement.

Au niveau des principales villes, les prix des biens immobiliers ont enregistré des diminutions en glissement trimestriel de 7,2% à Marrakech, de 5,5% à Casablanca et de 3,7% à Rabat. En revanche, ils ont augmenté de 2,9% à El Jadida, de 2,3% à Meknès, de 1,5% à Oujda et de 1% à Kénitra. Pour ce qui est des transactions, elles ont enregistré des évolutions divergentes d’une ville à l’autre. En particulier, elles se sont inscrites en baisse de 18,2% à Casablanca, de 20,1% à Agadir et de 30% à Marrakech sous l’effet principalement du repli des opérations portant sur les biens résidentiels et fonciers. Par contre, les ventes ont enregistré des hausses de 4,1% à El Jadida, de 9,9% à Tanger et de 26,2% à Oujda reflétant essentiellement l’augmentation des transactions portant sur les actifs résidentiels.

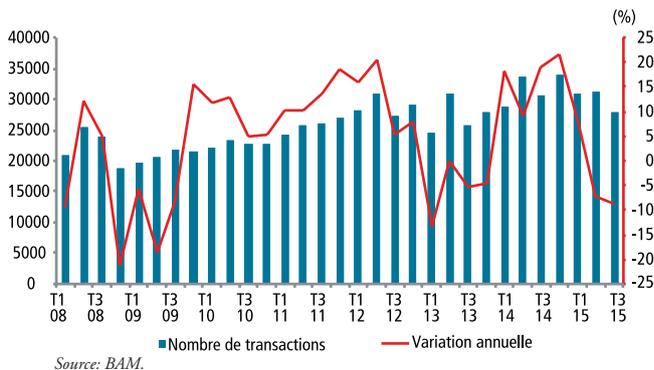
## 4.2.2 Actifs financiers

### 4.2.2.1 Actions

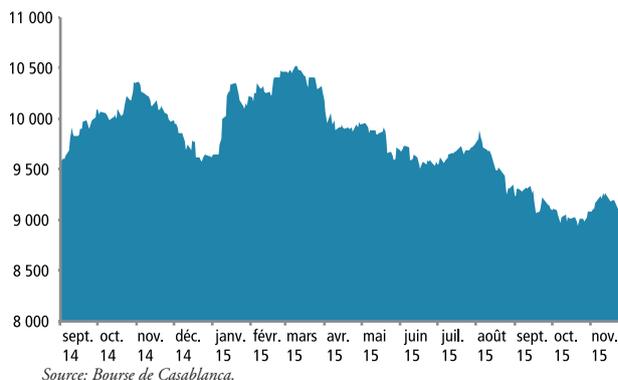
Au terme du mois de novembre, le MASI a enregistré une légère baisse de 0,2% par rapport à fin septembre, ramenant sa contre-performance depuis le début de l’année à 5,5%. L’analyse des indices sectoriels indique des diminutions de 7,5% pour les « bâtiments et matériaux de constructions », de 1,3% pour les « banques », de 8,1% pour l’indice des sociétés du secteur « distributeurs » et de 4,2% pour l’indice des sociétés d’assurances. En revanche, les indices « télécommunications » et « immobilier » se sont inscrits en hausse de 5,9% et de 11,9% respectivement.

Dans ces conditions, le Price Earnings Ratio s’est établi à fin novembre 2015 à 17,3 après 17,5 au troisième trimestre et le Price to Book Ratio s’est

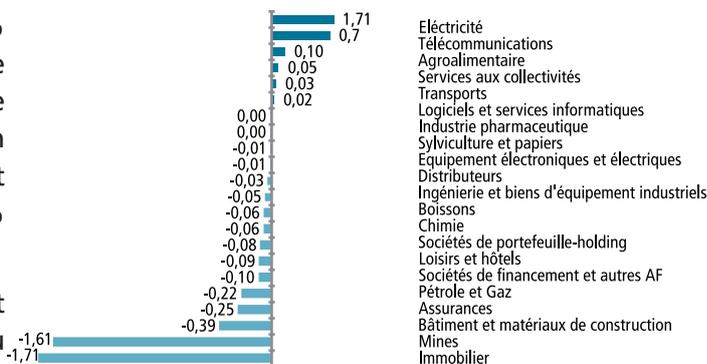
Graphique 4.16 : Variation du nombre de transactions immobilières



Graphique 4.17 : Evolution quotidienne de l’indice MASI



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



Source : Bourse de Casablanca.

stabilisé à 2,28 et s'est déprécié de neuf points de base par comparaison à fin décembre 2014.

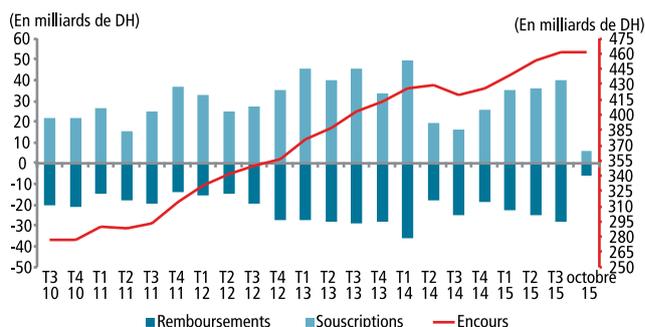
Pour ce qui est des échanges, le volume mensuel moyen s'est chiffré à 2,2 milliards de dirhams entre le mois d'octobre et novembre, contre 2,6 milliards au cours du troisième trimestre 2015 et près de 3 milliards en novembre. Ces transactions ont été effectuées principalement sur le marché central, avec un volume mensuel moyen de 1,8 milliard de dirhams, contre 1,6 milliard au trimestre précédent et 2,1 milliards depuis le début de l'année.

S'agissant de la capitalisation boursière, elle s'est établie à 458,4 milliards de dirhams à fin novembre, soit quasiment le même niveau enregistré au troisième trimestre, mais demeure en baisse de 5,4% par rapport à fin décembre 2014.

#### 4.2.2.2 Bons du Trésor

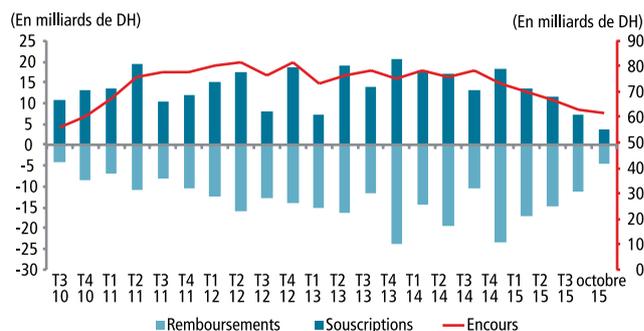
Au niveau du marché primaire, les émissions des titres souverains se sont chiffrées à 5,8 milliards de dirhams en octobre contre une moyenne de 13,2 milliards durant le troisième trimestre et de 12,3 milliards depuis le début de l'année. 48% des levées ont porté sur les maturités moyennes et ont été effectuées à un taux moyen de 2,99% contre 2,96% au troisième trimestre. Pour ce qui est des émissions portant sur des bons à long terme, elles ont représenté 46% du montant levé et été assorties d'un taux moyen de 4,34% après 4,19% un trimestre auparavant. Quant aux maturités courtes, leur part dans le total des émissions s'est chiffré à 7% et ont été souscrites avec les mêmes taux que ceux enregistrés un trimestre auparavant. Tenant compte des remboursements, d'un montant de 6,2 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor s'est chiffré en octobre à près de 462 milliards, en augmentation de 8,4% par rapport à fin décembre 2014.

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



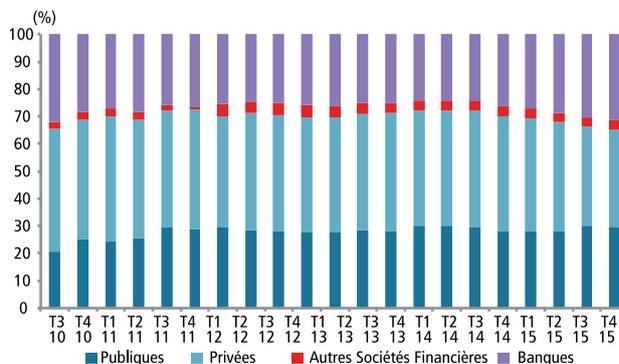
Source : BAM.

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



Source : BAM.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

### 4.2.2.3 Titres de créances négociables

Les souscriptions des titres de créances négociables ont atteint 3,6 milliards de dirhams en octobre, après une moyenne de 2,4 milliards au troisième trimestre. Les émissions des certificats de dépôt se sont chiffrées à 1,6 milliard de dirhams en octobre, après une moyenne de 910 millions un trimestre auparavant et ont porté principalement sur les maturités courtes, avec une part de 78,3% assorties de taux allant de 2,80% à 2,94%, après une fourchette de 3,09% à 3,28% au cours du troisième trimestre. Pour ce qui est des émissions des bons de sociétés de financement, elles se sont chiffrées à 860 millions de dirhams en octobre contre une moyenne mensuelle de 442 millions durant le troisième trimestre et leurs taux ont varié de 3,31% à 3,85% après une fourchette de 3,21% à 3,85% au troisième trimestre.

S'agissant des levées des billets de trésorerie, elles se sont établies à 1,1 milliard de dirham en octobre, en quasi-stagnation par rapport à la moyenne du troisième trimestre. Ces émissions ont été assorties de taux allant de 2,90% à 5,20% en octobre après des taux variant entre 4,30% et 5,55% le trimestre précédent. Tenant compte des remboursements d'un montant de 3,6 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables s'est établi à 61,6 milliards de dirhams, en baisse de 1,8% par rapport au trimestre précédent.

Sur le marché obligataire, les levées au cours des mois d'octobre et novembre ont atteint 1,7 milliard de dirhams et été effectuées à hauteur de près de 70% par les banques. Le montant des émissions réalisées depuis le début de l'année s'est ainsi situé à 13,1 milliards (dont 6,4 milliards levées par les sociétés non financières) contre 9,5 milliards sur la même période de 2014, portant l'encours des emprunts obligataires à 100,2 milliards, en augmentation de 4,6% par rapport à fin décembre.

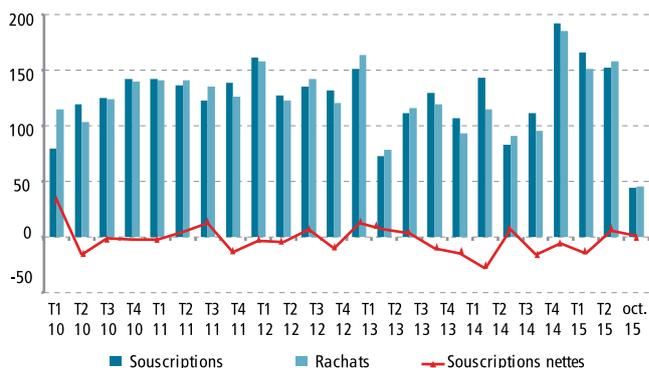
### 4.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du mois d'octobre, les souscriptions aux titres OPCVM se sont chiffrées à 44,5 milliards

de dirhams contre une moyenne mensuelle de 50,9 milliards au cours du troisième trimestre 2015. Parallèlement, les rachats se sont établis à 46,1 milliards de dirhams contre une moyenne mensuelle de 52,8 milliards. Pour sa part, la performance globale des OPCVM s'est légèrement améliorée de 0,2% par rapport au T3-2015 et de 2,2% par rapport à fin décembre 2014.

Dans ces conditions, l'actif net des fonds OPCVM valorisé à fin octobre, a atteint 310,6 milliards de dirhams, soit quasiment le même niveau que celui enregistré au trimestre précédent, mais en hausse de 3,4% par rapport à fin décembre 2014. Par catégorie, l'actif net des fonds diversifiés a enregistré une hausse de 0,4% par rapport au trimestre précédent et celui des fonds obligataires a augmenté de 1,3%, alors que pour les fonds actions et monétaires, des baisses respectives ont été enregistrées de 0,9% et de 5,5%.

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



Source : CDVM.

## 5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans les derniers Rapports sur la Politique Monétaire, l'inflation s'est maintenue durant les trois premiers trimestres de l'année à des niveaux relativement plus élevés que ceux observés en 2014. L'impact du retour de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils a été, en effet, accentué durant cette période par la progression des prix de certains produits et services réglementés et par la transmission de la progression des cours du blé dur aux prix à la consommation. La dissipation graduelle des effets de ces augmentations a engendré cependant une nette décélération de l'inflation dès le troisième trimestre. Elle est ainsi passée de 2% au deuxième trimestre 2015 à 1,9% au troisième trimestre et à 1,4% en octobre, englobant une atténuation de la hausse des tarifs des produits réglementés hors carburants et lubrifiants et une accentuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,4% recouvrant une légère accélération de l'inflation des biens non échangeables de 1,3% à 1,4% et une baisse de celle des biens échangeables de 1,6% à 1,5%.

Pour sa part, l'indice des prix à la production des industries manufacturières a reculé de 5,3% en octobre contre 5,5% en septembre.

### 5.1 Evolution de l'inflation

Après avoir atteint 2% au deuxième trimestre 2015, l'inflation est revenue à 1,9% au troisième trimestre et à 1,4% en octobre. Cette orientation a concerné l'ensemble des rubriques exclus de l'inflation sous-jacente. En effet, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est accentué parallèlement au reflux des cours internationaux des produits pétroliers et l'inflation des autres produits réglementés a décéléré, en lien avec la dissipation de l'effet des hausses antérieures à partir du mois d'août 2015 pour des tarifs de l'électricité et de l'eau et d'octobre pour le « transport routier des passagers ». De son côté, l'inflation des produits alimentaires à prix volatils reste à un niveau élevé en dépit du léger ralentissement enregistré en octobre. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,4% au troisième trimestre et en octobre.

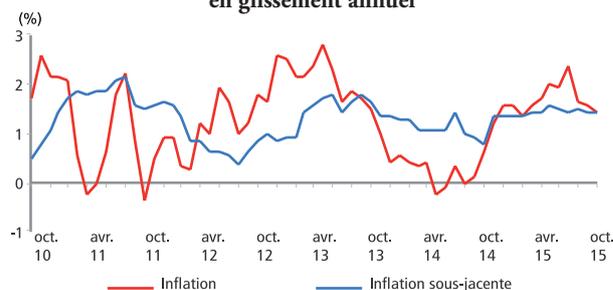
Ainsi, les tarifs des carburants et lubrifiants ont reculé de 17,2% au troisième trimestre et de 22,4% en octobre 2015, ramenant leur contribution à l'inflation de -0,5 point de pourcentage à -0,6 point de pourcentage. De son côté, le rythme de progression des tarifs des autres produits réglementés est revenu de 4% au deuxième trimestre à 2,8% au troisième trimestre et à 1,3% en octobre.

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

	Glissement mensuel (%)			Glissement annuel (%)		
	août 15	sept. 15	oct. 15	août 15	sept. 15	oct. 15
<b>Inflation</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	0,5	0,4	2,9	6,2	7,5	6,3
- Carburants et lubrifiants	-5,0	-6,7	-1,7	-16,3	-21,9	-22,4
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	2,2	1,6	1,3
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
- Produits alimentaires	-0,2	0,0	0,2	2,1	2,0	2,2
- Articles d'habillement et chaussures	0,3	0,0	0,0	0,8	0,7	0,5
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,2	0,2	0,0	1,1	1,2	1,2
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
- Santé*	0,0	0,5	0,1	0,6	0,6	0,7
- Transport*	0,2	0,0	0,2	0,5	0,4	0,5
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
- Loisirs et cultures	0,0	0,1	0,0	0,5	0,6	0,6
- Enseignement	0,0	1,9	0,1	3,2	2,2	2,1
- Restaurants et hôtels	0,3	0,0	0,2	2,6	2,3	2,4
- Biens et services divers	0,0	-0,1	0,0	0,7	0,6	0,4

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

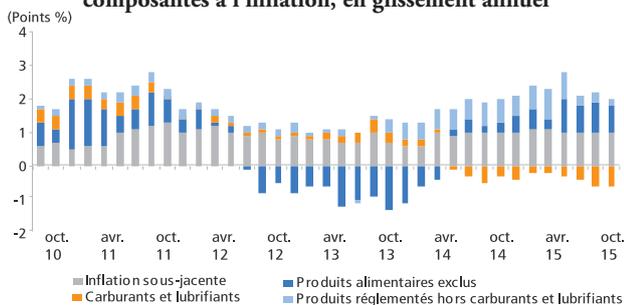
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant de l'inflation des produits alimentaires à prix volatils, elle a atteint 7,1% au troisième trimestre et 6,3% en octobre, tirée principalement par le renchérissement de 33,5% des prix des « agrumes » et de 8% des prix des « légumes frais ».

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



Sources : HCP et calculs BAM.

**Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers**

Produits (DH/Litre)	A partir du					
	1 sept. 15	16 sept. 15	1 oct. 15	16 oct. 15	1 nov. 15	16 nov. 15
Super carburant	9,78	9,67	9,43	9,41	9,19	9,49
Gasoil 50	7,90	8,14	7,98	8,07	7,79	7,96
Fuel industriel (Dh/Tonne)	2889,59	3091,36	2862,72	2973,12	2894,45	2896,19

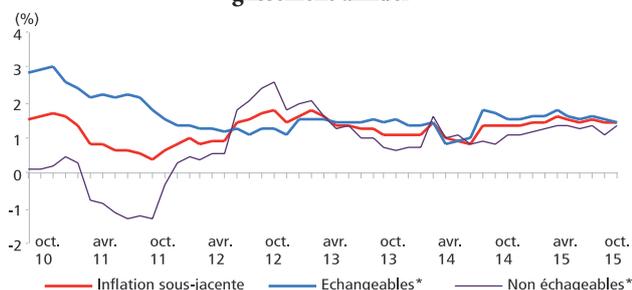
Source : Ministère de l'énergie et des mines.

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse de l'évolution des prix selon les composantes échangeable (IPCXE) et non échangeable (IPCXNE) montre que les prix des biens non échangeables ont vu leur rythme de progression, en glissement annuel, augmenter de 1,1% en septembre à 1,4% en octobre, suite principalement à l'accentuation de la hausse des prix des viandes fraîches de 0,6% à 1,8%. La contribution des biens non échangeables à l'inflation sous-jacente est passée de 0,5 à 0,6 point de pourcentage durant la même période.

Pour sa part, l'inflation des biens échangeables a enregistré une légère décélération, de 1,6% à 1,5% tout en maintenant leur contribution à l'inflation sous-jacente à hauteur de 0,8 point de pourcentage. Cette évolution résulte principalement de la dissipation de l'effet de la hausse des prix des produits à base de céréales enregistré en 2014 qui a plus que compensé les impacts de l'atténuation de la baisse des prix des huiles et des légumineuses et la hausse du prix du thé.

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



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

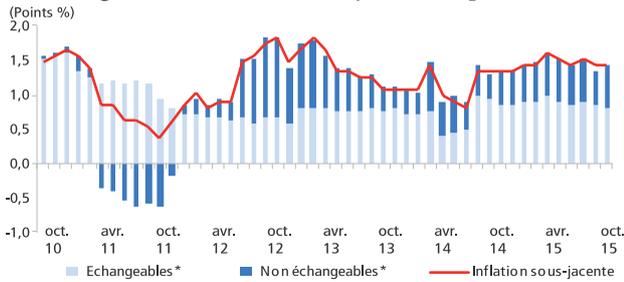
Sources : HCP et calculs BAM.

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

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 15	sept. 15	oct. 15	août 15	sept. 15	oct. 15
Biens échangeables (IPCXE)	0,0	0,0	0,1	1,6	1,6	1,5
Biens non échangeables (IPCXNE)	0,0	0,3	0,2	1,4	1,1	1,4

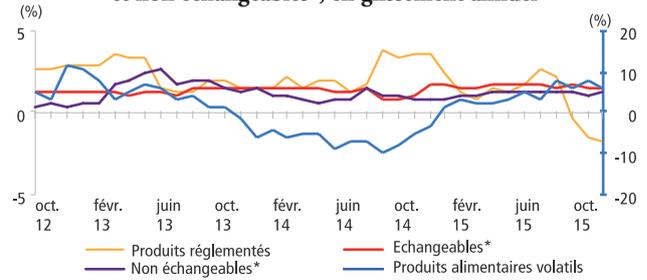
Sources : HCP et calculs de BAM.

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



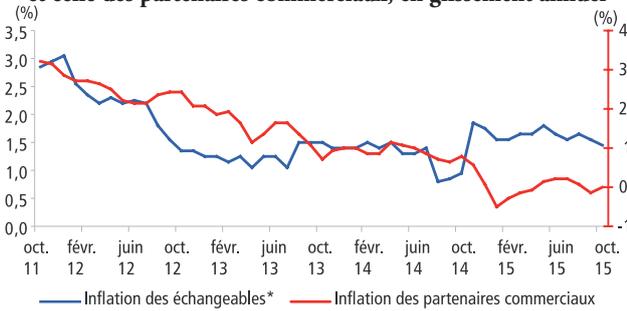
\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM.

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



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

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



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

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

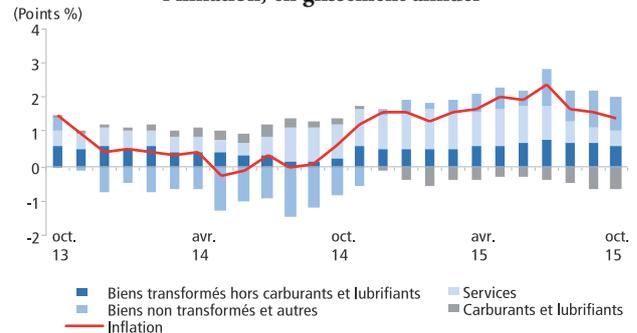
	Contributions à l'inflation en glissement mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	sept. 15	oct. 15	sept. 15	oct. 15
Produits exclus de l'IPCX	-0,1	0,4	0,6	0,5
Produits alimentaires volatils	0,1	0,4	1,0	0,8
Produits réglementés	-0,1	0,0	-0,3	-0,4
<b>Biens échangeables*</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>
<b>Biens non échangeables*</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>

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

### 5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la décélération de l'inflation entre septembre et octobre a concerné, à des degrés différents, aussi bien les biens transformés que les biens non transformés et les services. Le rythme de progression des prix des biens non transformés est ainsi revenu de 4,8% à 4,5% sous l'effet du recul de l'inflation des produits alimentaires frais. Leur contribution à l'inflation s'est établie à 1 point de pourcentage contre 1,1 point de pourcentage en septembre. Les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont augmenté de 1,5% contre 1,6% un mois auparavant, alors que la progression des prix des services s'est atténuée de 1,3% à 1,2%, sous l'effet de la dissipation de l'impact de la hausse des prix du transport routier enregistrée en 2014.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 15	sept. 15	oct. 15	août 15	sept. 15	oct. 15
Biens transformés*	0,0	0,1	0,0	1,8	1,6	1,5
Services	0,3	0,1	0,3	1,8	1,3	1,2
Biens non transformés et autres	0,2	1,8	0,2	4,0	4,8	4,5
Carburants et lubrifiants	-6,7	-1,7	-6,7	-16,3	-21,9	-22,4

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

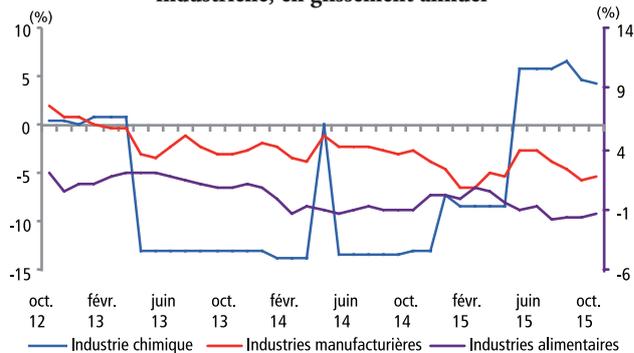
## 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Après les baisses consécutives durant les trois derniers mois, les prix à la production des industries manufacturières ont légèrement progressé de 0,1% en octobre. Cette évolution reflète principalement la hausse de 0,6% des prix des produits de « l'industrie alimentaire » et dans une moindre mesure les progressions des prix à la production de 0,2% pour « l'industrie de textile » et de 1,1% pour « l'industrie de bois et article en bois ».

En glissement annuel, la tendance baissière des prix à la production industrielle enregistrée pour le 33ème mois consécutif reste tirée par le recul des prix de la branche « cokéfaction et raffinage » en relation avec le reflux des cours internationaux du pétrole brut. Elle s'est inscrite en légère atténuation à 5,3% au lieu de 5,5% un mois auparavant en lien avec recul de la baisse des prix de 45,4% au lieu de 44,5% pour la branche « cokéfaction et raffinage » et de 1,6% au lieu de 1,2% pour « l'industrie alimentaire ». Pour leur part, les prix à la production de « l'industrie chimique » ont progressé de 4,4% contre 4,8% en septembre.

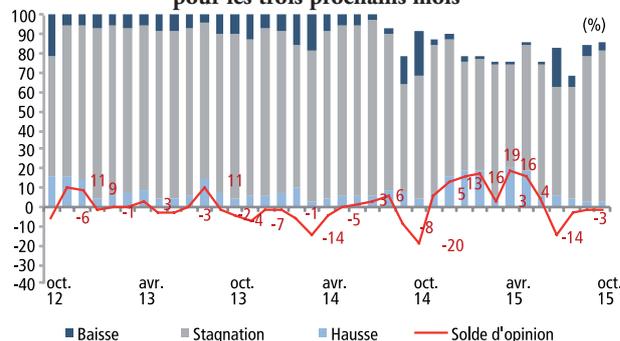
Concernant les perspectives d'évolution, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relative au mois d'octobre 2015 indiquent que les industriels prévoient un recul des prix des produits industriels au cours des trois prochains mois. En effet, 5% des chefs d'entreprises anticipent une baisse des prix, alors que 3% d'entre eux prévoient une augmentation (Graphique 5.9). Pour 78% des enquêtés, les prix de ces produits devraient restés inchangés.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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



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

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. Il tient compte de la hausse de 5% du SMIG, qui est entrée en vigueur en juillet 2015 conformément aux décisions prises par le Gouvernement dans le cadre du dialogue social, des modalités de facturation et dispositions tarifaires pour l'électricité, l'eau potable et l'assainissement liquide prévues au niveau du Bulletin Officiel N°6275 Bis ainsi que de la libéralisation du marché national des produits pétroliers. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres s'établirait en moyenne à 1,2%, soit un niveau relativement inférieur à celui prévu dans le cadre du dernier RPM (1,5%). Durant l'année 2015, l'IPC afficherait une hausse moyenne de 1,6%, en légère baisse comparativement à l'exercice de Septembre (1,8%). S'agissant de l'année 2016, un taux moyen de 1,2% est prévu. A noter que ces prévisions ne tiennent pas compte des effets d'une éventuelle décompensation du sucre annoncée à partir du premier janvier 2016. Dans le cas échéant, l'impact de cette dernière serait de 0,27 point additionnel d'inflation en 2016 et de 0,48 point durant le premier trimestre de 2017. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée en raison des incertitudes entourant la vigueur de la reprise chez les principaux pays partenaires et l'évolution des cours des matières premières énergétiques.*

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

L'activité mondiale a affiché une progression modérée durant le 3<sup>ème</sup> trimestre de l'année en cours, reflétant principalement le ralentissement de la croissance économique dans quelques grands pays émergents. En effet, le durcissement des conditions financières dans le sillage de la normalisation attendue de la politique monétaire américaine, l'accentuation de la volatilité sur les marchés financiers et la baisse des revenus des exportations des matières premières ont alimenté l'atonie que traversent le Brésil et la Russie. Aussi, la décélération du rythme de progression de l'activité en Chine se poursuit, notamment en raison de la résorption en cours des excès antérieurs dans les domaines de l'immobilier, du crédit et de l'investissement.

Néanmoins, la morosité qui caractérise les économies émergentes contraste avec les évolutions relativement positives dans les pays avancés. En effet, la vigueur de la demande intérieure, les mesures de soutien à l'économie et la baisse significative des prix de l'énergie continuent d'agir favorablement sur l'activité, comme en témoignent le redressement graduel affiché par la zone euro, le profil positif de

la production au Royaume-Uni, ainsi que le maintien de la croissance aux Etats-Unis à un niveau favorable en dépit de sa décélération durant les deux derniers trimestres.

Au plan des analyses fines, la croissance économique de la zone euro a enregistré un taux de 1,6% au 3<sup>ème</sup> trimestre de 2015, soit un niveau similaire à celui réalisé au 2<sup>ème</sup> trimestre de la même année. Cette dynamique est due à l'accélération de la croissance économique en Espagne (3,4% au 3<sup>ème</sup> trimestre de 2015 après 3,2% au 2<sup>ème</sup> trimestre), à l'évolution favorable de l'activité en Italie (0,8% au 3<sup>ème</sup> trimestre après 0,6% au 2<sup>ème</sup> trimestre) et en Allemagne (1,7% au 3<sup>ème</sup> trimestre suite à 1,6% au 2<sup>ème</sup> trimestre), ainsi qu'au profil positif de la croissance en France (1,2% au 3<sup>ème</sup> trimestre contre 1,1% au 2<sup>ème</sup> trimestre).

La reprise progressive de l'activité dans la zone euro reste tirée par le bon comportement de la demande. A cet égard, les données récentes sur le commerce de détail et les nouvelles immatriculations de voitures particulières confirment la poursuite d'une croissance favorable de la consommation privée. Cette dynamique bénéficie de l'augmentation du revenu réel suite à la baisse des prix des matières

énergétiques, de l'allègement progressif des contraintes sur les bilans des ménages dans un contexte d'assouplissement des conditions monétaires, ainsi que de la légère amélioration des perspectives sur le marché du travail. En revanche, l'investissement affiche toujours une faible progression en lien avec la diminution significative de l'investissement public et les ajustements sur le marché de l'immobilier qui se poursuivent dans plusieurs pays de la zone euro. De leur côté, les exportations ont également accusé une baisse principalement sous l'effet de l'affaiblissement de la demande des pays émergents.

S'agissant du marché du travail, en dépit de la baisse du taux de chômage à 10,7% durant le mois d'octobre après 11% en juin, cet indicateur demeure à un niveau élevé et renferme toujours des disparités entre les différents pays. En effet, le chômage a reculé en Espagne (de 22,3% au mois de juin à 21,6% au mois d'octobre) et en Italie (de 12,5% à 11,5%), a enregistré une quasi-stagnation durant la même période en Allemagne (de 4,6% à 4,5%) et a marqué une légère hausse en France (de 10,5% à 10,8%).

L'inflation dans la zone euro continue d'afficher de faibles niveaux comme en atteste le taux de 0,2% observé au mois de novembre. Cette tendance découle de la baisse significative des prix de l'énergie (-7,3%) qui a contrebalancé la reprise des prix des produits alimentaires (1,5%) et des services (1,2%).

La décélération de la croissance de l'économie américaine s'est poursuivie durant le 3<sup>ème</sup> trimestre de 2015 puisqu'un taux de 2,2% est attendu après 2,7% enregistré au 2<sup>ème</sup> trimestre et 2,9% au 1<sup>er</sup> trimestre. Cette réalisation reflète principalement la décélération de l'investissement, les ajustements opérés au niveau des dépenses publiques, ainsi que le profil morose des exportations qui subissent l'impact de la contraction de la demande des pays émergents. Ceci étant, en dépit de ces relatives

contreperformances, la hausse du revenu réel des ménages en lien avec la modération des prix de l'énergie continue de soutenir l'activité économique comme en témoignent les bonnes performances du marché du travail. En effet, le taux de chômage s'est de nouveau inscrit en baisse aux Etats-Unis passant de 5,3% au mois de juin à 5% au mois de novembre.

L'inflation est restée modérée aux États-Unis durant les derniers mois passant de 0,1% en juin 2015 à 0,5% en novembre. Cette tendance reflète la chute des prix de l'énergie (-14,7%) qui a compensé la reprise des prix des produits alimentaires (1,3%) et des services (2,9%).

Au regard de l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds Monétaire International, datant du mois d'octobre, tablent pour la zone euro sur une croissance de l'ordre de 1,5% en 2015 et 1,6% en 2016. En ce qui concerne les Etats-Unis, le FMI anticipe un taux de croissance de 2,6% pour 2015 et 2,8% pour 2016. Eu égard aux taux communiqués lors du RPM du mois de septembre, la prévision de la croissance de l'économie américaine en 2016 a été légèrement revue à la baisse (un taux de 3% était prévu), alors que celle de la zone euro n'a pas connu de changements.

S'agissant des incertitudes entourant les prévisions de l'activité mondiale, la balance des risques demeure orientée à la baisse. Au plan de l'évolution des matières premières, une modération plus accentuée que prévu des cours pourrait stimuler davantage la demande intérieure des pays importateurs. Toutefois, la croissance des pays exportateurs connaîtrait une contraction significative ce qui est de nature à affaiblir leurs perspectives économiques et le commerce international de manière générale. Pour ce qui est des marchés de change, les divergences en matière de politique monétaire et les évolutions disparates des positions extérieures devraient contribuer à l'exacerbation de la volatilité des principales devises. De ce fait,

si le dollar s'apprécie durablement, les bilans des débiteurs en monnaie américaine pourraient significativement se fragiliser particulièrement si les gains commerciaux accumulés par l'amélioration de la compétitivité prix ne couvrent pas le poids engendré par la hausse des charges de la dette. Concernant le risque de déflation, bien que les inquiétudes quant au prolongement de la baisse des prix, notamment dans la zone euro, se soient globalement modérées, les appréhensions relatives à une inflation durablement faible persistent dans un contexte de taux d'intérêt très bas. Par ailleurs, si la crise Grecque n'ait eu que des effets limités sur les autres pays de la zone euro en raison de la restructuration de sa dette et de l'action des institutions européennes et du FMI, des tensions pourraient réapparaître dès que la situation économique en Grèce montre des signes de fragilité. Enfin, les instabilités géopolitiques pourraient conduire à une escalade des tensions et perturber davantage les cours des matières premières, le commerce international et les marchés financiers.

Dans ce contexte, des taux de croissance moyens pondérés pour les principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) de l'ordre de 1,5% pour 2015 et 1,8% pour 2016 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de septembre, ces hypothèses n'ont pas connu un changement significatif. À rappeler que ces taux sont calculés sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

S'agissant des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son bulletin du mois de décembre, un taux de 0,4% en 2015 et des niveaux compris entre 1,2% et 1,7% en 2016. De son côté, la BCE prévoit, dans ses dernières projections macroéconomiques pour la zone euro, des taux d'inflation de 0,1% pour 2015 et 1% pour 2016.

À moyen terme, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro ont trait aux incertitudes entourant l'activité économique, les cours des matières premières énergétiques ainsi que les évolutions du taux de change.

Dans ces conditions et en ligne avec les dernières prévisions des institutions financières internationales, les prix à l'importation hors énergie devraient connaître une baisse en 2015. Durant l'année 2016, cette tendance pourrait se prolonger quoiqu'à un rythme moins prononcé. La dynamique à l'origine de ses évolutions relèverait de la stabilité de l'offre à l'échelle mondiale, ainsi que de l'affaiblissement des perspectives de croissance des pays émergents, principaux importateurs des matières premières hors énergie.

### 6.1.2 Environnement national

En ligne avec les projections présentées dans le RPM du mois de septembre, la croissance de l'économie nationale pour l'année 2015 affiche un profil globalement favorable. Cette orientation reflète principalement les performances exceptionnelles du secteur agricole conjuguées au maintien à un niveau modéré de l'activité non agricole. Pour l'année 2016, les perspectives de croissance demeureraient relativement modestes. Cette évolution serait attribuée au redressement toujours lent de l'activité chez les pays partenaires, combiné à la dissipation des effets positifs de la campagne agricole exceptionnelle de 2014-2015. Néanmoins, la baisse prolongée des cours des matières premières et la bonne performance de certains secteurs à vocation exportatrice pourraient tempérer les incertitudes qui entourent la croissance des activités non agricoles.

En effet, la campagne agricole 2015-2016 est caractérisée par des conditions de démarrage moins favorables comparativement à celles de la campagne précédente au vu d'un retard des précipitations et d'un cumul pluviométrique en

deçà de son niveau enregistré un an auparavant. Toutefois, le Département de l'Agriculture poursuit ses mesures d'accompagnement du secteur, à travers la mobilisation prévue de 2 millions de quintaux de semences sélectionnées ainsi que 1,2 million de tonnes d'engrais qui seraient mis à la disposition des agriculteurs. D'autres actions ayant trait à l'équipement en matériel agricole et à l'aide et au suivi technique au profit des agriculteurs seront également programmées. Dans ce contexte, le scénario de base retient une production céréalière moyenne de 70 millions de quintaux au titre de la présente campagne. Par conséquent, la valeur ajoutée agricole devrait accuser une baisse en 2016.

La croissance non agricole resterait globalement modérée en 2016 sur fond de reprise graduelle et lente de l'activité dans la zone euro et du profil relativement positif des services, hormis le tourisme qui souffre d'un contexte international défavorable. S'agissant de la demande intérieure, elle devrait afficher une orientation globalement favorable, bien que les risques entourant son évolution persistent. Ainsi, la consommation finale des ménages continuerait à croître, bien qu'en léger recul par rapport à l'année passée, profitant de la hausse anticipée des transferts des MRE (3,6% en glissement annuel à fin novembre 2015), du maintien du profil positif des crédits à la consommation, malgré un mouvement de décélération, (5,1% à fin octobre 2015 contre 9% un an auparavant) et de l'évolution modérée des prix dont notamment la composante énergétique. De son côté, l'investissement devrait connaître un léger redressement mais demeure entouré d'incertitudes. D'une part, une relative stabilisation de l'investissement privé est attendue. En effet, le flux net des IDE (4,1% à fin novembre) et les importations en biens d'équipement hors acquisition d'avions (4,9% à fin novembre) laissent présager une légère reprise. Toutefois, la poursuite de la baisse du crédit aux promoteurs immobiliers

(-5,4% à fin octobre) et la contraction du crédit à l'équipement (-1,8% à fin octobre) continuent d'alimenter les appréhensions. D'autre part, malgré les efforts de consolidation budgétaire, l'investissement public reste conséquent avec une enveloppe programmée à 61,39 MMDH au titre de la Loi de Finances de 2016, soit une hausse de 13,5% par rapport à 2015.

Dans ces conditions, un taux de croissance du PIB non agricole de 2,7% est retenu dans le cadre du présent exercice de prévision. Au regard de la contraction à -4,3% de la valeur ajoutée agricole, la croissance globale devrait s'établir à 2,1% en 2016, légèrement en baisse par rapport au niveau communiqué dans le RPM de septembre (2,4%).

Concernant le marché du travail, les dernières données datant du troisième trimestre 2015 pointent vers une hausse du taux de chômage de 0,5% au niveau national pour s'établir à 10,1%, malgré la baisse de 0,3% du taux d'activité. Cette évolution retrace une augmentation de l'effectif en chômage aussi bien en milieu urbain que rural. En effet, le taux de chômage est passé de 14,5% à 15,1% en milieu urbain et de 4,1% à 4,3% en milieu rural. Ces évolutions recouvrent la création nette de 41 000 postes, en baisse par rapport à l'année précédente (58 000), sous l'effet conjugué des nouvelles créations d'emploi dans les services (27 000), le BTP (25 000) et l'industrie y compris l'artisanat (16 000) et de la perte de 27 000 postes dans l'agriculture, forêt et pêche.

Par ailleurs, selon les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM pour le trimestre en cours, les industriels tablent sur une décélération de l'effectif employé dans l'ensemble des branches industrielles à l'exception de la branche des industries électriques et électroniques qui anticipe une augmentation. Ainsi, tenant compte de l'ensemble de ces informations, le scénario central de cet exercice de prévision intègre un

niveau de SMIG établi à 13,46 Dh/heure sur tout l'horizon.

Enfin, au regard de la stabilisation de la production de pétrole à un niveau élevé et de la décélération de la demande mondiale, dont principalement celle des pays émergents, les prévisions des prix du pétrole pointent toujours vers des niveaux modérés pour les années 2015 et 2016. La Banque Mondiale a ainsi revu à la baisse, dans son édition du mois d'octobre, ses prévisions du prix du baril du pétrole. Celles-ci sont passées de 57,5 à 52,5 dollars en 2015 et de 61,2 à 51,4 dollars en 2016. Pour sa part, le FMI anticipe, dans son édition d'octobre, des prix du pétrole de 51,62 dollars en 2015 et 50,36 dollars en 2016. Comparativement à la dernière mise à jour datant du mois de juillet, les prévisions du FMI ont été également revues à la baisse vu qu'un cours de 58,87 dollars était anticipé pour 2015 et de 64,22 dollars pour l'année 2016.

L'évolution des prix du pétrole reste entourée d'incertitudes. D'un côté, les risques baissiers émanent d'une production plus importante que prévu des pays de l'OPEC, de la poursuite de la contraction des coûts de production du pétrole de schiste aux Etats-Unis, ainsi que du ralentissement prolongé de la demande émanant des pays émergents. D'un autre côté, la baisse de la production du pétrole de schiste conjuguée aux délais d'implémentation des accords avec l'Iran et à l'escalade des tensions géopolitiques pourraient exercer des pressions à la hausse sur les cours des produits énergétiques.

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

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Les prévisions de l'inflation à l'horizon de six trimestres ont été légèrement revues à la baisse

comparativement à celles communiquées dans le Rapport sur la politique monétaire du mois de septembre. A court terme, une inflation de 1,2% est attendue au titre du 4ème trimestre de 2015, contre 1,6% prévu dans le dernier RPM. Cette baisse est attribuée essentiellement à la décélération des prix des produits alimentaires à prix volatils durant le trimestre en cours. Sur l'ensemble de l'année 2015, l'inflation s'établirait ainsi en moyenne à 1,6% au lieu de 1,8% annoncé précédemment. S'agissant de l'année 2016, l'inflation devrait se situer en moyenne aux environs de 1,2%, en quasi-stagnation par rapport au niveau communiqué en septembre (1,3%). Au regard de ces évolutions, la prévision centrale sur l'horizon des six prochains trimestres s'établirait à 1,2%, soit un taux inférieur à celui anticipé un trimestre auparavant (1,5%).

Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2015 T4 –2017 T1

	2015	2016				2017	Moyenne		HP*
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	2015	2016	
Prévision centrale (%)	1,2	1,1	1,0	1,1	1,5	1,5	1,6	1,2	1,2

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

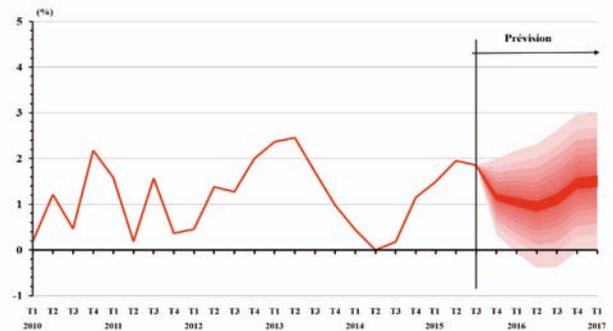
\*(HP) Horizon de prévision

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant, il existe plusieurs sources d'incertitudes provenant aussi bien de l'évolution future des variables exogènes que des modèles utilisés pour la prévision, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation prévu. L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision, représentée sous la forme d'un fan chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (voir Graphique 6.1).

Les risques entourant le scénario central de cet exercice sont globalement équilibrés en raison des incertitudes entourant la vigueur de la reprise chez les principaux pays partenaires et

l'évolution des prix des matières premières énergétiques. La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (à une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2015 T4 - 2017 T1**  
(Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

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

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

بنك المغرب  
بنك المغرب