



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 31 / 2014

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 17 juin 2014





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 17 juin 2014



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	11
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale .....</b>	<b>15</b>
1.1 Production .....	15
1.2 Consommation .....	17
1.3 Investissement .....	19
1.4 Comptes extérieurs .....	20
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>23</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	23
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	24
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>26</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	26
3.2 Prix des matières premières et inflation .....	30
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	33
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>35</b>
4.1 Conditions monétaires .....	35
4.2 Prix des actifs .....	42
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>45</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	45
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	46
5.3 Biens et services .....	47
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	47
5.5 Anticipations d'inflation .....	48
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>50</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	50
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	54

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T1 2014-T4 2014 .....	15
Graphique 1.2	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes.....	16
Graphique 1.3	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires .....	16
Graphique 1.4	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale .....	16
Graphique 1.5	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP et des ventes cumulées de ciment .....	17
Graphique 1.6	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	17
Graphique E1.1.1	: Soldes du budget .....	18
Graphique E1.1.2	: Recettes ordinaires.....	18
Graphique E1.1.3	: Dépenses globales.....	18
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des transferts MRE .....	19
Graphique 1.8	: Évolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation .....	19
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement.....	19
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires .....	20
Graphique 1.11	: Evolution des exportations,.....	21
Graphique 1.12	: Evolution des exportations des phosphates .....	21
Graphique 1.13	: Evolution des ventes des secteurs automobile et textile .....	21
Graphique 1.14	: Evolution des importations .....	21
Graphique 1.15	: Evolution des importations du pétrole brut .....	22
Graphique 2.1	: Output gap non agricole et celui des principaux pays partenaires .....	23
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.3	: Evolution du coût unitaire de production.....	23
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail .....	24
Graphique 2.5	: Evolution des créations d'emplois par secteur d'activité .....	24
Graphique 2.6	: Variation de l'indice du salaire moyen dans le secteur privé en termes nominaux et réels .....	25
Graphique 2.7	: SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	25
Graphique 3.1	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis .....	26
Graphique 3.2	: Evolution du Spread LIBOR -OIS .....	26
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	27
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI .....	27
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	27
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	28
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés .....	28
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents.....	29
Graphique 3.9	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	29
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en dollars .....	30
Graphique 3.11	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie.....	30
Graphique 3.12	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés .....	31
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	31
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	32
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	33
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'importation des produits alimentaires .....	33
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'importation des produits miniers .....	33
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'importation des demi-produits.....	33
Graphique 3.19	: Evolution de l'IPM .....	34

Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire .....	35
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor.....	35
Graphique E 4.1.1	: Evolution de l'effet des FALB par trimestre.....	36
Graphique E 4.1.2	: Evolution de l'effet des FALB par mois.....	36
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires .....	37
Graphique E 4.1.4	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	37
Graphique E 4.1.5	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du Taux Moyen Pondéré du marché interbancaire .....	37
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs .....	38
Graphique 4.4	: Variation en glissement annuel de M3.....	38
Graphique 4.5	: Ecart monétaire .....	38
Graphique 4.6	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire .....	38
Graphique 4.7	: Variation en glissement annuel des composantes de M3 .....	39
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel du crédit .....	39
Graphique 4.9	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit .....	39
Graphique 4.10	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	40
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes .....	40
Graphique 4.12	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	40
Graphique 4.13	: Evolution du taux de change du dirham .....	41
Graphique 4.14	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham .....	41
Graphique 4.15	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers .....	42
Graphique 4.16	: Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	42
Graphique 4.17	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	42
Graphique 4.19	: Evolution depuis le début de l'année, des indices sectoriels .....	43
Graphique 4.18	: Evolution quotidienne de l'indice MASI .....	43
Graphique 4.20	: Evolution de l'encours des bons du Trésor .....	43
Graphique 4.21	: Evolution de l'encours des titres de créances .....	44
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	45
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	46
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	46
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	47
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	47
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	47
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation, en glissement annuel .....	48
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel .....	48
Graphique 5.9	: Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles.....	48
Graphique 5.10	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels .....	48
Graphique 5.11	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	49
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2014 T2 - 2015 T3 .....	54

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité .....	15
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale .....	20
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage .....	24
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance .....	28
Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance.....	29

Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage .....	30
Tableau 3.4	: Futures du prix du pétrole .....	30
Tableau 3.5	: Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde .....	32
Tableau 3.7	: Evolution de l'IPM .....	34
Tableau 4.1	: Taux créditeurs .....	35
Tableau 4.2	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire.....	36
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes .....	45
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	46
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	46
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés.....	47
Tableau 5.5	: Indices des prix des biens et services .....	48
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2014 T2 –2015 T3.....	54

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Exécution budgétaire à fin avril 2014 .....	18
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire.....	36



بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 17 juin 2014

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 17 juin 2014.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a analysé et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2013.
3. Le Conseil a également examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du troisième trimestre 2015.
4. Sur le plan international, le Conseil a noté qu'à l'exception des Etats-Unis qui ont connu une décélération, liée à des conditions hivernales plus rudes qu'à l'ordinaire, la reprise s'est poursuivie dans les principaux pays avancés, en particulier dans la zone euro où la croissance est passée de 0,5% à 0,9% au premier trimestre. En revanche, dans les principaux pays émergents, l'activité a de nouveau ralenti en Chine et au Brésil et s'est stabilisée en Inde. Pour ce qui est des perspectives, les dernières projections du FMI indiquent une poursuite de l'amélioration dans les pays avancés et un ralentissement dans les économies émergentes. Sur les marchés du travail, le chômage a continué sa tendance baissière aux Etats-Unis, s'établissant à 6,3% en mai, soit son plus bas niveau depuis octobre 2008, alors qu'il est demeuré à un niveau globalement élevé dans la zone euro, avec un taux de 11,7% en avril. Concernant les matières premières, les cours sont restés relativement hauts au cours du mois de mai, avec en particulier un renchérissement des produits énergétiques et des métaux de base et une légère baisse pour les produits agricoles. Dans ce contexte, l'inflation a augmenté aux Etats-Unis de 1,5% en mars à 2% en avril et a reculé dans la zone euro à 0,5% en mai après 0,7% un mois auparavant. Au total, ces évolutions ne laissent pas indiquer de tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.
5. Au niveau national, la croissance s'est établie à 4,4% en 2013, tirée par la progression de 19% de la valeur ajoutée agricole, alors que sa composante non agricole a décéléralé à 2,3% contre 4,4% en 2012. En 2014, elle se situerait entre 2,5% et 3%, sous l'effet d'une baisse de la valeur ajoutée agricole, alors que le rythme de progression des activités non agricoles devrait s'améliorer pour s'établir autour de 4%. Sur le marché du travail, la situation s'est dégradée au premier trimestre, le taux de chômage s'étant accru de 0,8 point de pourcentage à 10,2%. Dans ces conditions, l'output gap non agricole devrait continuer, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, à évoluer à des niveaux négatifs au cours des prochains trimestres, présageant ainsi de l'absence de tensions inflationnistes émanant de la demande.
6. Au plan des comptes extérieurs, le déficit commercial de biens s'est chiffré à 84,9 milliards de dirhams à fin mai 2014, contre 83,2 milliards à la même période de 2013. En dépit de la baisse de 13,3% des ventes de phosphates et dérivés, les exportations ont augmenté de 5,2%, marquées par la forte progression des expéditions du secteur automobile. En regard, les importations se sont accrues de 3,6%, en liaison avec la hausse des approvisionnements en produits alimentaires, notamment le blé. En parallèle, les recettes de voyages se sont améliorées de 3,2%, alors que les transferts des MRE ont régressé de 1,6% et les flux nets des investissements directs étrangers ont reculé de 18%, en lien avec un effet de base.

Compte tenu des autres éléments du compte capital, en particulier, l'émission par l'OCP d'un emprunt obligataire à l'international d'un montant de 1,55 milliard de dollars, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à fin mai à 164,2 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 4 mois et 19 jours d'importations de biens et services, et devrait se maintenir proche de ce niveau d'ici fin 2014.

7. Pour ce qui est des finances publiques, le déficit s'est établi à 30,7 milliards à fin avril au lieu de 20,3 milliards à la même période 2013. Cette évolution reflète l'augmentation de 10,3% des dépenses globales, suite à une progression de 50,1% de celles d'investissement, alors que pour leur part, les charges de compensation se sont inscrites en repli de 5,5%. En parallèle, les recettes ordinaires ont reculé de 0,1% en raison de la diminution de 23,7% de celles non fiscales, le produit fiscal ayant progressé de 2%, suite notamment à la hausse de 11,2% des rentrées au titre de l'IS. A fin décembre 2014, le déficit budgétaire devrait se situer, selon les projections de la loi de finances, à 4,9% du PIB après 5,5% en 2013.
8. L'analyse des indicateurs monétaires montre une accélération du rythme d'accroissement de l'agrégat M3 de 3,2% au premier trimestre 2014 à 4,2% en avril, l'écart monétaire restant toutefois à un niveau négatif indiquant une absence de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire. En parallèle, le rythme de progression du crédit bancaire s'est amélioré de 3,8% à 4,4%, et devrait se situer à 4,5% au terme de 2014. Au niveau des conditions monétaires, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,03% en moyenne aux mois d'avril et mai, en légère baisse par rapport à sa moyenne des trois premiers mois de l'année. Concernant les taux débiteurs, les données de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre montrent une diminution de 56 points de base à 5,96%. Pour ce qui est du taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié d'un trimestre à l'autre de 0,57% en termes nominaux et de 0,34% en termes réels. Quant aux prix des actifs immobiliers, ils ont légèrement augmenté de 0,1% en glissement annuel au premier trimestre 2014.
9. Dans ces conditions, l'inflation s'est établie, en glissement annuel, à 0,4% en moyenne au cours des quatre premiers mois de 2014. Sa composante sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, a pour sa part décéléré de 1,3% au premier trimestre à 1,1% en avril, en liaison avec le recul du rythme d'accroissement des prix des biens non échangeables de 0,9% à 0,6%, l'inflation des produits échangeables étant demeurée stable à 1,5%. Concernant les prix à la production industrielle, leur baisse entamée depuis février 2013 s'est atténuée, passant de 3,2% en moyenne au premier trimestre à 1,2% en avril.
10. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, et tenant compte des décisions prises récemment par le Gouvernement concernant les subventions unitaires de certains produits pétroliers et la hausse du SMIG et du salaire minimum dans la fonction publique, l'inflation devrait s'établir à 0,9% en 2014, à 1,3% en moyenne sur l'horizon de prévision et à 1,5% au terme de cet horizon, soit le troisième trimestre 2015. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester en deçà de 2%.
11. Tenant compte d'une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix dans un contexte marqué, malgré un début de reprise des activités non agricoles, par des incertitudes tant au niveau interne qu'externe, le Conseil a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%, tout en continuant à suivre de près l'ensemble de ces évolutions.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

La conjoncture économique internationale a été caractérisée au cours du premier trimestre 2014 par la poursuite de la reprise de l'activité dans les principaux pays avancés, avec toutefois une décélération de 2,6% à 2,1% aux Etats-Unis, en lien avec des conditions hivernales plus rudes qu'à l'ordinaire. Ainsi, la hausse du PIB est passée de 0,5% à 0,9% dans la zone euro, de 2,7% à 3,1% au Royaume-Uni et de 2,5% à 2,7% au Japon. Au niveau des pays émergents, le ralentissement de l'activité s'est poursuivi, la croissance étant revenue de 7,7% à 7,4% en Chine, de 2,2% à 1,9% au Brésil et s'est stabilisée à 4,6% en Inde. Pour ce qui est des perspectives, selon les projections d'avril du FMI, la croissance devrait s'améliorer dans la zone euro et aux Etats-Unis et poursuivrait sa décélération dans les pays émergents, notamment en Chine et au Brésil. En Inde, en revanche, elle devrait s'inscrire à la hausse.

Au niveau du marché du travail, le taux de chômage aux Etats-Unis s'est stabilisé à 6,3% en mai, soit son plus bas niveau depuis octobre 2008, alors que dans la zone euro, il persiste à un niveau élevé avec un taux de 11,7% en avril.

Concernant les marchés financiers, une certaine accalmie a été observée aussi bien dans les pays avancés qu'émergents, avec une détente des taux de rendement souverains, bien que ces derniers aient légèrement augmenté dans les pays périphériques de la zone euro durant la semaine qui a précédé les élections européennes. Au niveau des places boursières des économies avancées, les principaux indices sont ressortis en hausse, avec une diminution de leur volatilité. Quant au crédit au secteur privé, son rythme annuel a augmenté aux Etats-Unis, s'établissant à 3,7% en mai contre 2,9% en avril, tandis que dans la zone euro, sa contraction s'est atténuée, revenant de 2,2% à 1,8% en avril. S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE a décidé lors de sa réunion du 5 juin d'abaisser son taux directeur de 10 points de base à 0,15 %. Pour sa part, la FED a annoncé le 30 avril une nouvelle réduction de 10 milliards de son programme mensuel de rachats d'actifs, pour le ramener à 45 milliards de dollars, et a également réitéré son engagement à maintenir son taux directeur à un niveau bas pendant une plus longue période.

Sur les marchés des matières premières, les prix sont restés à des niveaux relativement élevés au mois de mai, recouvrant notamment une hausse des cours des produits énergétiques et des métaux de base et une légère baisse des produits agricoles. En particulier, le prix du Brent a augmenté de 1,2% en glissement mensuel, s'établissant en moyenne à 109,3 dollars le baril, en liaison avec les tensions géopolitiques, en Ukraine notamment, et les incertitudes liées à l'évolution des exportations de la Russie vers l'Union Européenne. Dans ce contexte, l'inflation s'est accrue aux Etats-Unis de 1,5% à 2% entre mars et avril et devrait reculer à 0,5% dans la zone euro au mois de mai, après 0,7% un mois auparavant.

Globalement, ces évolutions ne laissent pas entrevoir de tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.

Au plan national, la croissance s'est établie en 2013 à 4,4%, tirée particulièrement par la progression de 19% de la valeur ajoutée agricole, alors que le rythme de l'activité non agricole a décéléré à 2,3%. Au terme du premier trimestre de 2014, elle se serait située à 2,7%, recouvrant une augmentation de 4% du PIB hors agriculture et un repli de 4,1% de la valeur ajoutée agricole. Pour l'ensemble de l'année 2014, elle devrait se situer entre 2,5% et 3%, avec une nette amélioration autour de 4% du PIB non agricole. Sur le marché du travail, en dépit d'une création de 89.000 postes, le taux de chômage s'est accru de 0,8 point à 10,2% au premier trimestre, avec une augmentation de 13,7% à 14,6% en milieu urbain et de 4,4% à

5,1% en zones rurales. Dans ces conditions, l'output gap non agricole devrait continuer, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, à afficher des valeurs négatives au cours des prochains trimestres, indiquant une absence de tensions inflationnistes émanant de la sphère réelle.

Au niveau des comptes extérieurs, les données à fin mai 2014 indiquent un déficit commercial de 84,9 milliards de dirhams, en hausse de 2,1% par rapport à la même période de 2013. Les exportations ont enregistré une augmentation de 5,2% à 82,2 milliards de dirhams, recouvrant une progression de 37,2% du secteur automobile et une régression de 13,3% des ventes de phosphates et dérivés. Hors ces deux composantes, elles ressortent en amélioration de 3,2%. En regard, les importations sont accrues de 3,6% à 167,1 milliards de dirhams, en lien principalement avec la hausse des achats des produits alimentaires, notamment le blé. Concernant les recettes de voyages, elles ont augmenté de 3,2%, alors que les transferts des MRE ont marqué une régression de 1,6% par rapport à la même période de 2013. Sur la base de ces évolutions, le déficit du compte courant devrait s'améliorer davantage pour se situer autour de 7% du PIB au terme de 2014 contre 7,6% en 2013. Quant aux flux des investissements directs étrangers, ils ont accusé une baisse de 18% à 9,5 milliards de dirhams. Compte tenu des autres éléments du compte capital, en particulier, l'émission de l'OCP d'un emprunt obligataire à l'international d'un montant de 1,55 milliard de dollars, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 164,2 milliards de dirhams à fin mai 2014, soit l'équivalent de 4 mois et 19 jours d'importations de biens et services. Il devrait se maintenir à ce niveau à l'horizon de fin 2014.

S'agissant des finances publiques, les quatre premiers mois de l'exercice budgétaire 2014 font état d'un creusement du déficit à 30,7 milliards au lieu de 20,3 à fin avril 2013. Cette évolution reflète la hausse de 10,3% des dépenses globales, suite à une progression de 50,1% de celles d'investissement, alors que les charges de compensation se sont inscrites en repli de 5,5%. Quant aux recettes ordinaires, elles ont reculé de 0,1% en raison de la diminution de 23,7% de celles non fiscales, alors que le produit fiscal a progressé de 2%, imputable à la hausse de 11,2% de l'IS. A fin décembre 2014, le déficit budgétaire devrait s'établir, selon les données de la loi de finances, à 4,9% après 5,5% en 2013.

Sur le plan monétaire, en dépit de l'accélération du rythme de la progression de la masse monétaire de 3,2% au premier trimestre 2014 à 4,2% en avril, l'écart monétaire est resté à un niveau négatif suggérant l'absence de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire. S'agissant du crédit bancaire, son rythme s'est amélioré au cours de la même période de 3,8% à 4,4% à fin avril, et devrait avoisiner 4,5% au terme de 2014. Pour ce qui est des conditions monétaires, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,03% en moyenne aux mois d'avril et mai, en légère baisse par rapport à sa moyenne des trois premiers mois de l'année. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les taux débiteurs relatifs au premier trimestre 2014 indiquent une diminution trimestrielle de 56 points de base du taux moyen pondéré à 5,96%, reflétant essentiellement le repli des taux appliqués aux crédits de trésorerie. En parallèle, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois s'est établi à 3,69% en avril, en quasi stabilité par rapport à sa moyenne au cours du premier trimestre. De son côté, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié au premier trimestre 2014 de 0,57% en termes nominaux et de 0,34% en termes réels.

Sur le marché immobilier, après une régression de 0,5% au quatrième trimestre 2013, l'indice des prix des actifs immobiliers a légèrement augmenté de 0,1% en glissement annuel au premier trimestre 2014, résultat de la hausse des prix des terrains urbains et des locaux commerciaux et de la diminution de ceux des biens résidentiels.

Dans ces conditions, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation en glissement annuel, a persisté à un niveau relativement bas, soit 0,4% en avril et en moyenne au premier trimestre. Sa composante sous-jacente est revenue au cours de la même période

---

de 1,3% à 1,1%, en liaison avec la quasi-stabilité de l'inflation des produits échangeables à 1,5% et le recul de celle des biens non échangeables de 0,9% à 0,6%. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont vu leur diminution entamée depuis février 2013 s'atténuer en avril, accusant ainsi un recul de 1,2% après celui de 3,2% au premier trimestre.

Sur la base de l'ensemble de ces évolutions et tenant compte des décisions prises récemment par le Gouvernement, concernant les subventions unitaires de certains produits pétroliers et le relèvement des salaires, l'inflation devrait rester modérée avec une balance des risques équilibrée. Elle s'établirait à 0,9% en 2014, à 1,3% en moyenne sur les six prochains trimestres et à 1,5% au terme de l'horizon de prévision, soit le troisième trimestre 2015. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester en deçà de 2%.

بنك المغرب  
بنك المغرب

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

Sur l'ensemble de l'année 2013, la croissance nationale s'est établie à 4,4%, tirée essentiellement par la hausse de 19% de la valeur ajoutée agricole, alors que la croissance du PIB non agricole a ralenti d'une année à l'autre de 4,4% à 2,3%. Au premier trimestre 2014, la croissance se serait située à 2,7%, reflétant une progression de 4% du PIB hors agriculture et un repli de 4,1% de la valeur ajoutée agricole. La baisse de la composante agricole serait imputable à une production céréalière largement inférieure à celle de la campagne précédente, tandis que la croissance non agricole devrait être soutenue par une reprise des activités secondaires et la poursuite du dynamisme des services. Du côté de la demande, la consommation finale des ménages devrait maintenir un rythme de croissance similaire à celui enregistré au cours des deux dernières années, alors que l'investissement connaîtrait un léger rebond. Pour l'ensemble de l'année 2014, la croissance devrait se situer entre 2,5% et 3%, avec une nette amélioration autour de 4% de la croissance non agricole, conditionnée toutefois par la poursuite de la reprise chez nos principaux partenaires.

### 1.1 Production

La croissance s'est établie à 4,5% au quatrième trimestre 2013, traduisant une hausse de 18,5% de la valeur ajoutée agricole et de 2,4% des activités non agricoles. Pour l'ensemble de l'année 2013, les comptes nationaux provisoires publiés par le HCP, font ressortir une progression du PIB de 4,4%, recouvrant une hausse de 19% de la valeur ajoutée agricole et de 2,3% du PIB non agricole.

Sur la base des dernières données disponibles, les prévisions de Bank Al-Maghrib font ressortir un ralentissement à 2,6% de la croissance au premier semestre, recouvrant une baisse de 4,7% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 4,1% du PIB non agricole.

Selon le Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime, la production céréalière au titre de la campagne agricole 2013/2014 est estimée à 67,3 millions de quintaux, dont 37,2 millions de quintaux pour le blé tendre. S'agissant des activités de la pêche côtière et artisanale, les débarquements en volume ont progressé de 2,8% au cours des quatre premiers mois de l'année. Cette évolution reflète principalement un accroissement de 7,3% des débarquements de poissons pélagiques dont la part s'est élevée à 89,1% du total. En revanche, ceux des poissons blancs et des céphalopodes ont accusé une baisse de 6,8% et 50,1% respectivement.

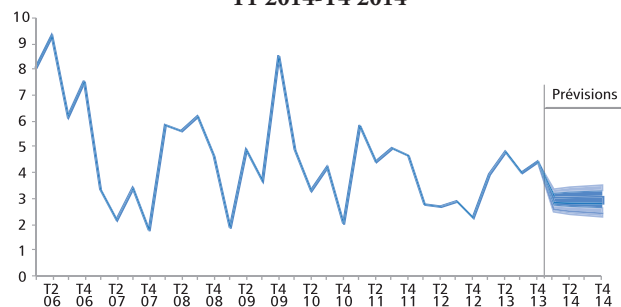
Concernant les activités secondaires, les dernières données disponibles montrent globalement des signes d'amélioration. En effet, la valeur ajoutée de l'industrie extractive

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

Branches d'activités	2012			2013			2014		
	TII	TI	TIV	TI	TII	TIV	TI <sub>p</sub>	TI <sub>p</sub>	
Agriculture	-9,5	-8,5	-9,1	17,8	20,1	18,2	18,5	-4,1	-5,3
<b>VA non agricole</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
Industrie extractive	-5,0	4,7	-3,7	-3,6	0,1	-3,2	-1,9	2,0	1,9
Industrie de transformation	1,4	1,4	0,1	0,5	0,8	-0,1	2,7	2,1	2,2
Electricité et eau	9,0	9,9	-1,9	-4,2	-0,9	1,9	5,7	3,5	4,5
Bâtiment et travaux publics	3,5	-0,5	0,7	-5,9	-4,6	-0,2	3,2	1,5	1,5
Commerce	2,7	2,0	1,4	2,3	3,7	3,1	4,1	3,4	3,2
Hôtels et restaurants	3,9	2,7	8,8	3,7	5,1	4,4	4,1	5,9	4,7
Transports	4,2	2,5	5,3	0,2	2,7	2,9	2,6	3,1	3,2
Postes et télécommunications	22,4	27,1	28,6	14,7	11,5	8,9	8,8	8,6	8,5
Administration publique générale et sécurité sociale	6,9	6,3	6,1	6,3	6,3	2,0	0,3	6,0	5,8
Autres services*	5,5	5,4	5,8	3,0	3,3	2,4	2,7	3,3	3,3
Impôts sur les produits nets des subventions	5,7	4,6	4,8	1,0	2,4	2,8	1,6	3,5	3,8
<b>PIB hors agriculture</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>

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

**Graphique 1.1 : Projections de la croissance du PIB T1 2014-T4 2014\***



(\* ) Eventails en fonction de l'écart type  
Sources : HCP et prévisions de BAM.



aurait marqué une hausse de 2% au premier trimestre 2014 et devrait maintenir le même rythme de croissance au trimestre suivant. Cette amélioration tiendrait, en grande partie, à une augmentation de 4,3% à fin avril 2014 du volume de la production marchande de phosphate brut, contre une quasi-stagnation à la même période de l'année précédente.

Pour sa part, la valeur ajoutée des industries de transformation aurait crû de 2,1% au premier trimestre 2014. Les ventes d'électricité à haute et moyenne tensions, se sont redressées de 1,5% au premier trimestre 2014 contre une baisse de 2,7% un an auparavant.

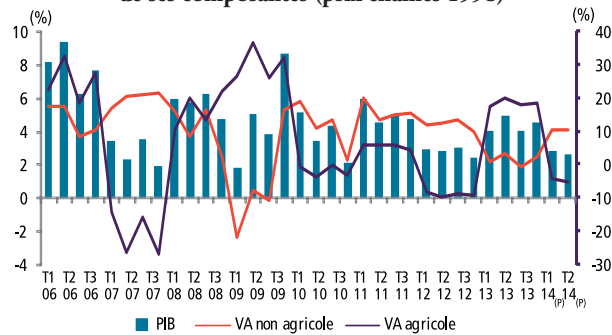
Parallèlement, l'activité industrielle durant l'année 2014 devrait continuer d'être soutenue par le dynamisme des métiers mondiaux du Maroc. En effet, les dernières données sur les échanges extérieurs indiquent un accroissement des exportations de 48,3% pour l'automobile, de 23,2% pour l'électronique et de 14,2% pour l'aéronautique. Par ailleurs, après une appréciation favorable au mois de mars, les résultats du mois d'avril 2014 de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib font ressortir une stagnation de l'activité et des ventes ainsi qu'une stabilisation à 72% du taux d'utilisation des capacités de production. Toutefois, durant le même mois, les commandes reçues auraient été en hausse.

Après une régression de 4,2% au premier trimestre 2013, la valeur ajoutée de la branche « électricité et eau » devrait progresser de 3,5% au premier trimestre de l'année en cours. Cette orientation s'explique par la reprise de la production nette locale de l'ONEE de 3,8%, ainsi que de ses ventes totales de 2,6%, après des baisses respectives de 3,7% et de 0,9%. Au deuxième trimestre 2014, cette branche devrait enregistrer une croissance avoisinant 4,5%.

Après une progression de 1,4% au titre de l'année 2013, la valeur ajoutée du BTP aurait augmenté de 1,5% au premier trimestre 2014. A fin mars, la diminution des ventes de ciment s'est atténuée passant en une année de 20,8% à 3,2%.

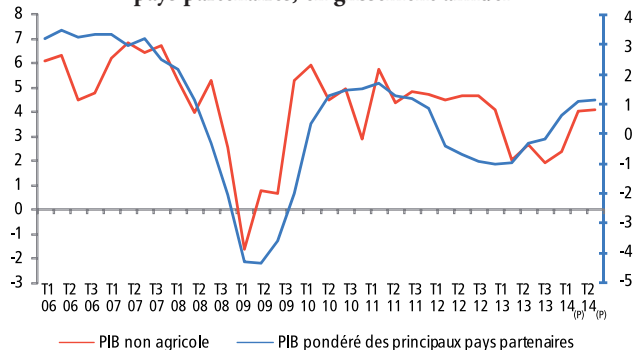
En ce qui concerne le secteur tertiaire, la valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait poursuivre son ralentissement entamé

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



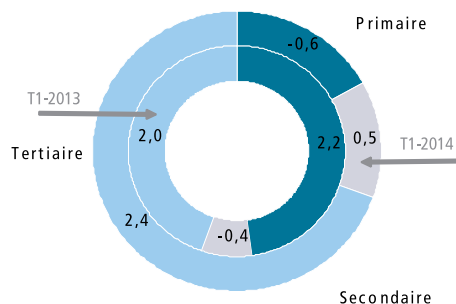
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

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



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

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

au début de l'année 2013, pour se situer à 8,6% au premier trimestre de 2014. Cette orientation devrait se prolonger jusqu'au deuxième trimestre de l'année, marquant ainsi une progression de la même ampleur. En effet, les données du premier trimestre 2014 indiquent une augmentation de 9,8% du parc de la téléphonie mobile et de 57,3% de celui d'Internet. En outre, l'indice des prix à la consommation de la section communication a régressé de 9% au mois d'avril.

Pour leur part, les valeurs ajoutées des branches du commerce et du transport, largement conditionnées par la performance des autres branches, devraient progresser respectivement de 3,4% et 3,1% au premier trimestre 2014 et de 3,2% pour les deux branches au deuxième trimestre.

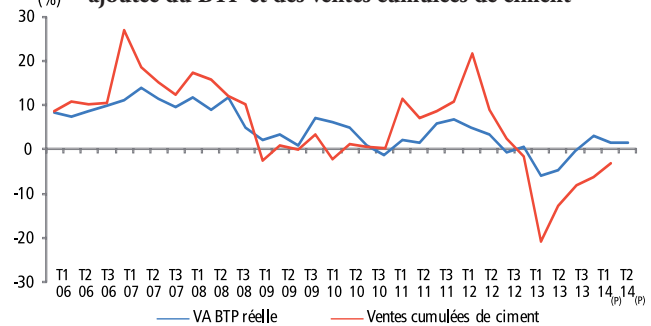
La valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » aurait augmenté de 5,9%, soit un taux supérieur à la moyenne de l'année 2013. Cette perspective est confortée par les données des échanges extérieurs à fin avril qui font ressortir une hausse de 5,2% des recettes voyages contre une baisse de 0,5% une année auparavant. De plus, les données du Ministère du tourisme pour le premier trimestre indiquent une hausse de 8,4% des arrivées aux postes frontières et une légère amélioration du taux d'occupation des établissements hôteliers à 41%. Sous l'hypothèse d'une poursuite de cette orientation favorable, la croissance de la valeur ajoutée de la branche s'établirait à 4,7% au deuxième trimestre 2014.

Pour l'ensemble de l'année 2014, la croissance nationale devrait se situer entre 2,5% et 3% avec une baisse de la valeur ajoutée agricole et un redressement aux alentours de 4% de la croissance non agricole.

## 1.2 Consommation

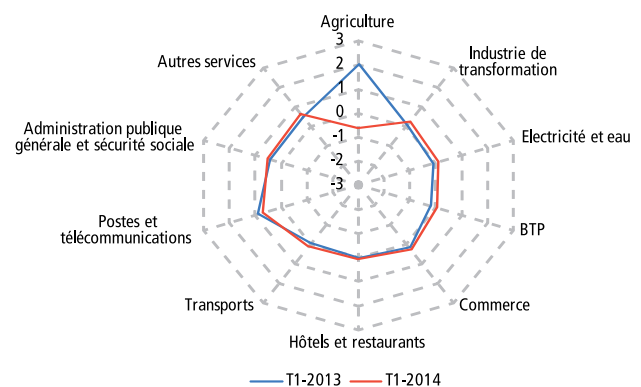
Au premier trimestre 2014, les résultats de l'enquête de conjoncture du HCP, indiquent que l'indice de confiance des ménages s'est inscrit, à son plus bas niveau depuis le début de l'enquête accusant ainsi une baisse de 1,7 point par rapport à la même période de l'année précédente. Dans la même lignée, le taux de

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



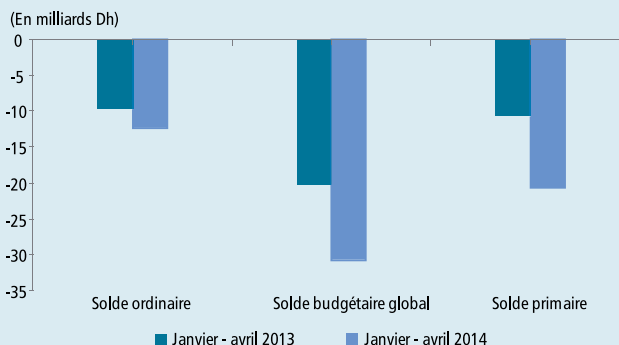
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

### Encadré 1.1 : Exécution budgétaire à fin avril 2014

Les quatre premiers mois de l'exercice budgétaire de 2014 se sont soldés par un déficit (hors privatisation) de 30,7 milliards de dirhams au lieu de 20,3 milliards à fin avril 2013. Cette aggravation est imputable à une augmentation de 10,3% des dépenses globales en liaison principalement avec les investissements et les autres biens et services, les recettes ordinaires ayant été en baisse de 0,1% englobant toutefois un accroissement du produit fiscal. Pour sa part, le solde ordinaire ressort négatif à 12,3 milliards, en augmentation de 2,7 milliards par rapport à fin avril 2013.

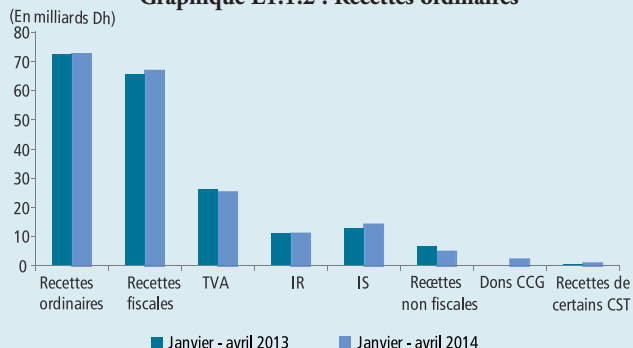
Les recettes ordinaires du Trésor ont régressé de 0,1% à 72,6 milliards, recouvrant une hausse de 2% des recettes fiscales à 66,9 milliards et une baisse de 23,7% de celles non fiscales à 4,9 milliards. L'amélioration des recettes fiscales est imputable principalement à la progression des impôts directs, tandis que ceux indirects ont été quasi-stables. En effet, le produit des impôts directs a augmenté de 4,8% à 25,9 milliards, reflétant essentiellement l'accroissement de 11,2% des rentrées de l'IS à 14,2 milliards, en augmentation de 15,3%, attribuable principalement aux recettes de la TIC sur les produits énergétiques qui se sont accrues de 21,7% à 5 milliards. Les droits de douane ont généré 2,5 milliards, en accroissement de 0,4%, alors que les droits d'enregistrement et de timbre ont accusé un léger recul de 0,4% à 5,3 milliards.

Graphique E1.1.1 : Soldes du budget



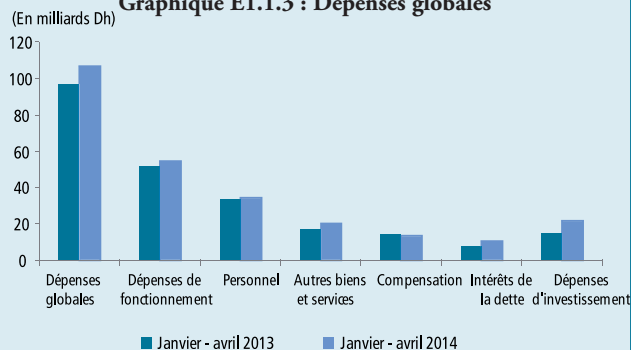
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Graphique E1.1.2 : Recettes ordinaires



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

Graphique E1.1.3 : Dépenses globales



En regard, les dépenses globales se sont élevées à 106,9 milliards de dirhams, en augmentation de 10,3%, reflétant la hausse de 50,1% des dépenses d'investissement à 22 milliards et l'augmentation de 3,2% des dépenses ordinaires à 84,9 milliards. En effet, les dépenses de fonctionnement se sont alourdies de 6,1% à 54,2 milliards sous l'effet essentiellement de la hausse de 15% à 19,8 milliards des charges au titre des autres biens et services, les dépenses de personnel ayant augmenté de 1,6% à 34,5 milliards. Les charges en intérêts de la dette ont progressé de 5,8% à 10,1 milliards. Quant aux dépenses de compensation, elles ont diminué de 5,5% à 13,1 milliards.

Compte tenu d'une constitution d'arriérés de paiement pour un montant de 1 milliard, portant le stock à 11,6 milliards, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 29,7 milliards au lieu de 27,8 milliards à fin avril 2013. Outre une recette de privatisation de près de 2 milliards, issue de la cession des parts de l'Etat dans le capital de la Banque Centrale Populaire, et en raison d'un flux net extérieur négatif de 3 milliards, le Trésor a eu recours au marché intérieur pour un montant de 30,7 milliards.

chômage a bondi de 9,4% à 10,2% au premier trimestre, un taux jamais atteint depuis le quatrième trimestre 2006, ce qui est à même d'impacter négativement le comportement d'achats des ménages.

Sur un autre registre, les données monétaires, à fin avril, font apparaître un net ralentissement des crédits à la consommation passant en une année de 6,7% à 2,1%, alors que les indicateurs des échanges extérieurs font ressortir une baisse des recettes des MRE de 1,2%.

Le profil infra-annuel de la consommation des ménages indique une croissance en accélération à 4,9% au quatrième trimestre 2013, après 3,1% en moyenne au cours des trois premiers trimestres. Au titre de 2014, cette dernière devrait profiter au cours des prochains trimestres de l'amélioration attendue des revenus non agricoles et des transferts courants.

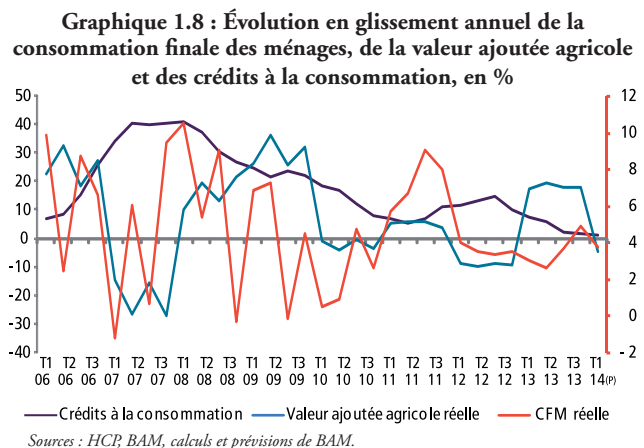
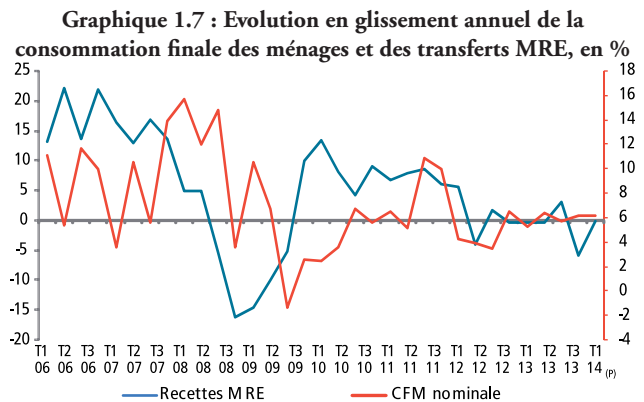
S'agissant de la consommation publique, la situation des charges et ressources du Trésor à fin avril fait ressortir un ralentissement de 15,5% à 6,1% des dépenses de fonctionnement. Cette évolution recouvre une décélération aussi bien des charges de personnel que celles au titre des autres biens et services, passant en une année de 4,7% à 1,6% et de 45,1% à 15%, respectivement.

Au total, la consommation finale nationale devrait croître de 4,7%, soit un rythme de progression quasi-similaire à celui enregistré en 2013.

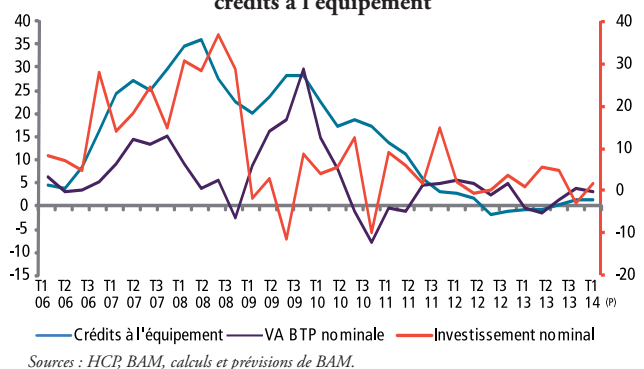
### 1.3 Investissement

Au quatrième trimestre 2013, l'investissement a reculé de 2,9% à prix courants et de 1,5% à prix constants.

La situation monétaire à fin avril 2014 fait ressortir une hausse de 2,7% des crédits à l'équipement contre une diminution de 0,9% au même mois une année auparavant. Cette évolution recouvre une stabilisation des crédits à l'équipement octroyés aux sociétés non financières privées, une augmentation de ceux accordés aux sociétés non financières publiques et un ralentissement de ceux attribués aux administrations locales.



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



Par ailleurs, les données des échanges extérieurs à fin avril, laissent indiquer un repli de 7,1% des importations des biens d'équipement et de 19,9% des flux d'IDE.

S'agissant des crédits immobiliers, ils se sont inscrits en décélération de 7,3% à 2,4%, reflétant un ralentissement aussi bien des crédits octroyés aux sociétés non financières privées que ceux attribués aux ménages. De plus, les crédits aux promoteurs immobiliers ont accusé une baisse de 10,2% contre une hausse de 3,7%. Bien qu'en atténuation, les ventes de ciments à fin mars demeurent en baisse avec un taux de 3,2% contre 20,8% un an auparavant. Néanmoins, les prix des actifs immobiliers ont stagné au premier trimestre de l'année 2014 en glissement trimestriel. Cette évolution recouvre une baisse de 0,4% des prix du résidentiel et des accroissements de 0,4% pour le foncier et de 3,8% pour le commercial.

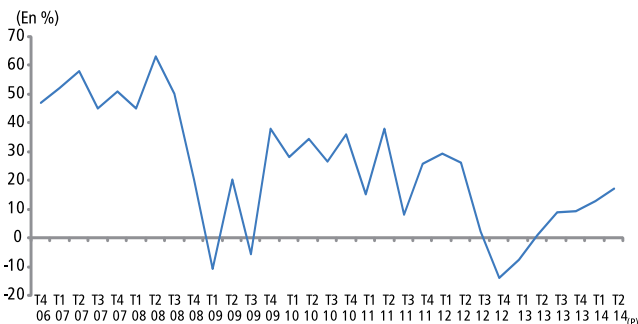
Concernant la situation des charges et ressources du Trésor, les données arrêtées à fin avril font ressortir un accroissement de 50,1% de l'investissement du Trésor après 39,4% l'année précédente. Par rapport à la programmation budgétaire, le taux d'exécution s'est élevé au cours des quatre premiers mois à 50,2%.

## 1.4 Comptes extérieurs

A fin mai, le déficit commercial s'est accru de 2,1% par rapport à la même période de 2013, à 84,9 milliards de dirhams. Cette évolution est liée à l'accroissement de 5,2% des exportations à 82,2 milliards de dirhams, plus rapide que celui de 3,6% des importations à 167,1 milliards de dirhams. Le taux de couverture est ainsi passé de 48,4% à 49,2%.

La progression des exportations, en dépit du repli de 13,3% des ventes de phosphates et dérivés, s'explique principalement par la bonne performance enregistrée par le secteur automobile, dont les expéditions ont représenté une part de 21,2% en mai 2014 au lieu de 16,3% un an auparavant. Les ventes de ce secteur ont augmenté de 37,2% à 17,5 milliards de dirhams, en rapport avec les exportations de la construction automobile qui ont presque doublé atteignant 8,6 milliards de dirhams.

Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires\*



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

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

(En millions de dirhams)	janv.-mai 2013	janv.-mai 2014*	Variations	
			Montant	%
<b>Exportations</b>	<b>78 077</b>	<b>82 169</b>	<b>4 092</b>	<b>5,2</b>
Exportations de phosphates et dérivés	16 581	14 375	-2 206	-13,3
<b>Exportations hors phosphates et dérivés</b>	<b>61 496</b>	<b>67 794</b>	<b>6 298</b>	<b>10,2</b>
Automobile	12 725	17 455	4 730	37,2
Electronique	2 849	3 566	717	25,2
Aéronautique	3 382	3 859	477	14,1
Textile et cuir	13 822	14 398	576	4,2
Agriculture et Agro-alimentaire	15 816	15 869	53	0,3
<b>Importations</b>	<b>161 245</b>	<b>167 109</b>	<b>5 864</b>	<b>3,6</b>
Importations de produits énergétiques	39 192	41 082	1 890	4,8
<b>Importations hors énergie</b>	<b>122 053</b>	<b>126 027</b>	<b>3 974</b>	<b>3,3</b>
Biens de consommation	26 629	28 922	2 293	8,6
Produits alimentaires	17 647	21 087	3 440	19,5
Demi- produits	34 456	34 316	-140	-0,4
Biens d'équipement	35 505	33 915	-1 590	-4,5
Produits bruts	7 796	7 657	-139	-1,8
<b>Déficit commercial</b>	<b>83 168</b>	<b>84 940</b>	<b>1 772</b>	<b>2,1</b>

\* Données préliminaires.  
Source : OC.

Parallèlement, les livraisons des secteurs de l'électronique et de l'aéronautique ont crû de 25,2% et de 14,1% respectivement. Les exportations du secteur textile et cuir, après une tendance baissière depuis avril 2013, se sont élevées à 14,4 milliards de dirhams, en accroissement de 4,2%. Cette évolution recouvre les hausses respectives de 5,4% et de 7,1% des ventes de vêtements confectionnés et de chaussures, et la baisse de 1,8% de celles d'articles de bonneterie. Les livraisons du secteur agricole et agroalimentaire ont, pour leur part, légèrement augmenté de 0,3% à 15,9 milliards de dirhams, suite à la progression de 10,6% des ventes d'agrumes et primeurs à 4,6 milliards de dirhams, atténuée par le recul de 4,7% de l'industrie alimentaire à 8,4 milliards.

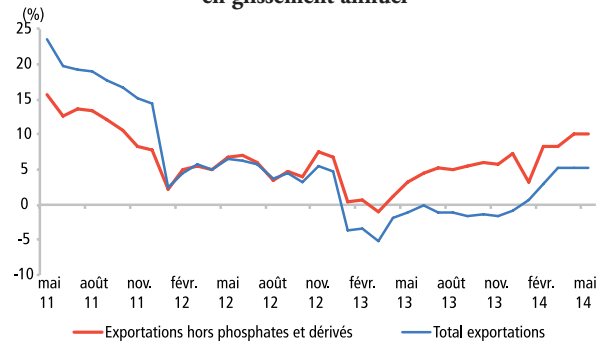
En regard, la croissance des importations est liée principalement à celle de 35,7% des achats de blé à 8,9 milliards de dirhams. Les importations de biens de consommation se sont, pour leur part, accrues de 8,6% à 28,9 milliards de dirhams, suite notamment à la progression de 17,4% des achats de voitures de tourisme. De même, les acquisitions des produits énergétiques ont crû de 4,8% à 41,1 milliards de dirhams, en particulier les achats de pétrole ont augmenté de 21,2% à 13,7 milliards et ceux du gaz de pétrole de 14,2% à 9,2 milliards de dirhams. En revanche, les importations de biens d'équipement ont enregistré un repli de 4,5% à 33,9 milliards de dirhams, résultat en partie de la baisse des achats de machines à trier et de celle des voitures industrielles.

Pour ce qui est des recettes voyages, elles ont progressé de 3,2% à 21,7 milliards par rapport à la même période de 2013, alors que les transferts des MRE ont marqué une régression de 1,6% à 22,7 milliards de dirhams.

Sur la base de ces évolutions, le déficit du compte courant devrait se situer en 2014 aux alentours de 7% en pourcentage du PIB, en légère amélioration par rapport à 2013.

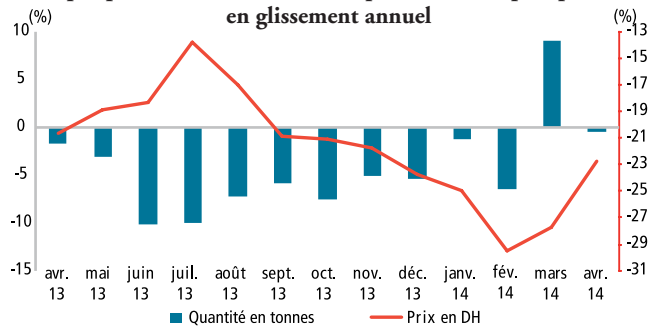
Quant aux recettes au titre des investissements directs étrangers, elles ont régressé de 42,5% à 11,6 milliards de dirhams et les dépenses de même nature ont fortement baissé de 76,1% à 2 milliards de dirhams, soit une entrée nette de 9,5 milliards de dirhams. Compte tenu des autres éléments du compte capital, l'encours

Graphique 1.11 : Evolution des exportations, en glissement annuel



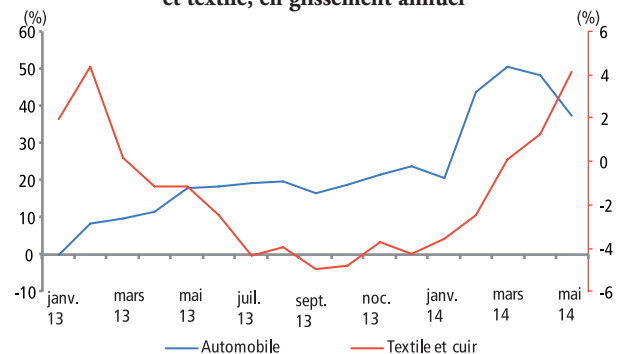
Source : OC.

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



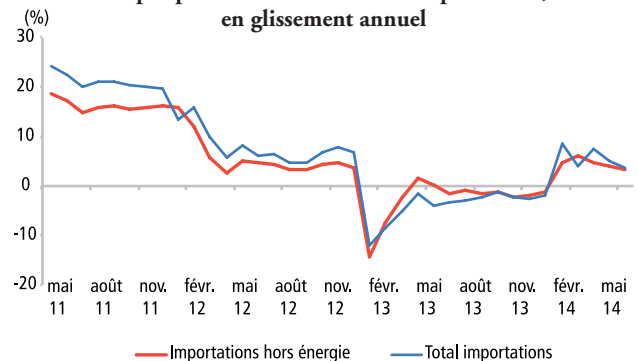
Source : OC.

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



Source : OC.

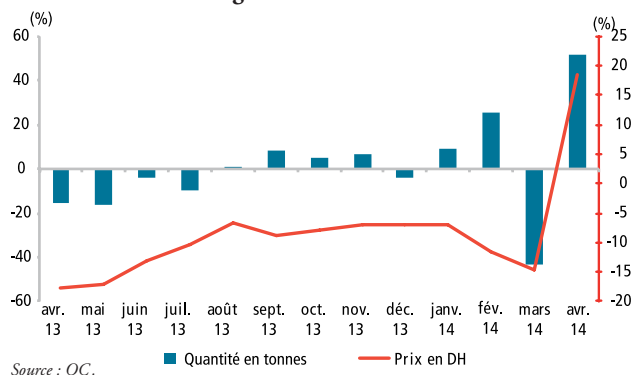
Graphique 1.14 : Evolution des importations, en glissement annuel



Source : OC.

des réserves internationales nettes s'est situé à 164,2 milliards de dirhams à fin mai 2014, soit l'équivalent de 4 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

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



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

L'output gap non agricole devrait, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, se maintenir en dessous de zéro au cours du deuxième trimestre 2014, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie s'est stabilisé en avril à 72%. Sur le marché du travail, le taux de chômage a connu une hausse importante, passant de 9,4% à 10,2% entre le premier trimestre 2013 et la même période de 2014, en dépit d'une création de 89.000 postes. S'agissant des coûts, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé a enregistré une augmentation, en glissement annuel, de 3,5% en termes nominaux et de 3% en termes réels.

Globalement, bien que les données fassent ressortir certaines tensions sur les coûts de production, la dégradation des conditions du marché de travail, ainsi que la persistance d'une marge de capacités inutilisées au sein de l'économie, ne laissent pas présager de pressions sur les prix au cours des prochains trimestres.

### 2.1 Tensions sur les capacités de production

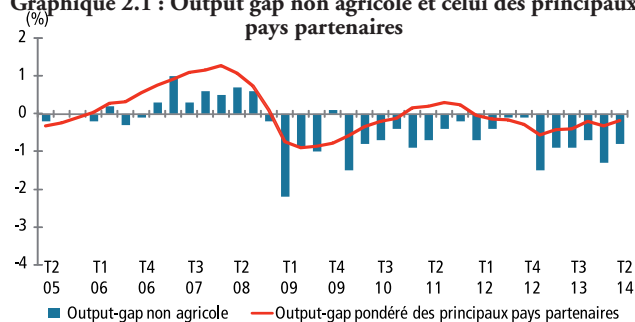
Sur la base des dernières estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap non agricole continuerait d'afficher des valeurs négatives au cours du deuxième trimestre 2014, dénotant ainsi de l'absence de tensions significatives sur les prix (Graphique 2.1).

Parallèlement, et selon les données de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) s'est stabilisé à 72% en avril, niveau proche de sa moyenne historique (Graphique 2.2). Cette évolution a concerné tous les secteurs, à l'exception des industries du textile et du cuir et celles électriques et électroniques, dans lesquelles, il est passé de 67% à 70% et de 77% à 80% respectivement.

Le coût unitaire de production, tel qu'il ressort de la même enquête, auraient globalement stagné, au cours du premier trimestre 2014 selon 61% des industriels et augmenté selon 27% (Graphique 2.3). Par composante, la stagnation concernerait les coûts financiers et le niveau des salaires pour 75% des entreprises, et les coûts des matières premières hors énergie pour 51%, alors que les coûts énergétiques auraient progressé selon 60% d'entre elles.

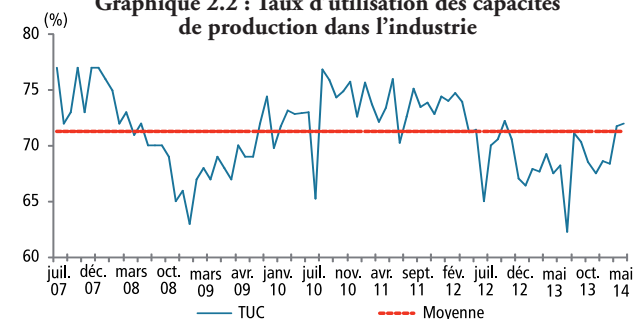
Pour sa part, l'indice des prix à la production industrielle a accusé une nouvelle baisse de 0,7% durant la même période contre 0,3% un trimestre auparavant.

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



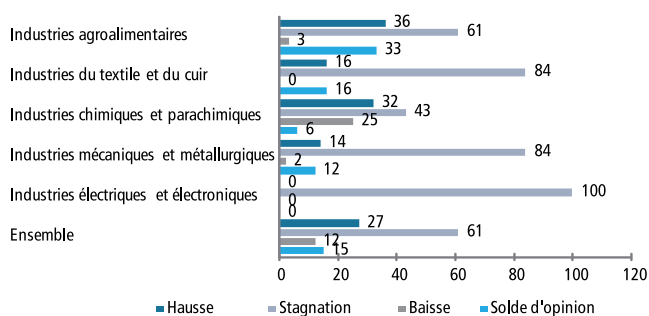
Sources : HCP, Eurostat et estimations BAM.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Graphique 2.3 : Evolution du coût unitaire de production



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

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.



S'agissant de l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles, il a marqué une hausse de 3,6% au premier trimestre contre un repli de 0,9% un an auparavant, traduisant une accélération de 2,1% à 4,1% du rythme de croissance des activités non agricoles et un ralentissement de 3,1% à 0,5% de l'emploi non agricole (Graphique 2.4).

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au cours du premier trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus a progressé de 1,8% à près de 11,7 millions de personnes, avec une hausse de 2% en milieu urbain et de 1,6% en zones rurales. Tenant compte de l'évolution démographique, le taux d'activité a enregistré un léger accroissement de 0,1 point de pourcentage à 47,7%. Il est resté inchangé à 42,2% en milieu urbain, alors qu'en zones rurales, il est passé de 55,9% à 56,3%.

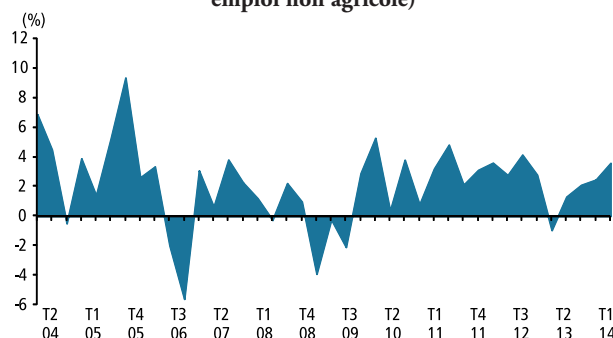
Parallèlement, 89.000 postes ont été créés, occupés en quasi-totalité par une main d'œuvre féminine. Cette évolution est le résultat d'une création de 46.000 emplois en milieu urbain et de 43.000 postes en zones rurales.

Au niveau sectoriel, les services et l'agriculture demeurent les seuls pourvoyeurs d'emplois avec 93.000 et 53.000 postes respectivement. En revanche, l'industrie, y compris l'artisanat, et le BTP ont accusé des pertes respectives de 45.000 et 12.000 postes (Graphique 2.5).

Au total, la population active occupée a progressé de 0,9%, à près de 10,5 millions d'individus et le taux d'emploi a enregistré une baisse de 43,2% à 42,9% au niveau global, avec une stagnation à 53,5% en milieu rural et un recul de 0,4 point à 36% en zones urbaines (Tableau 2.1).

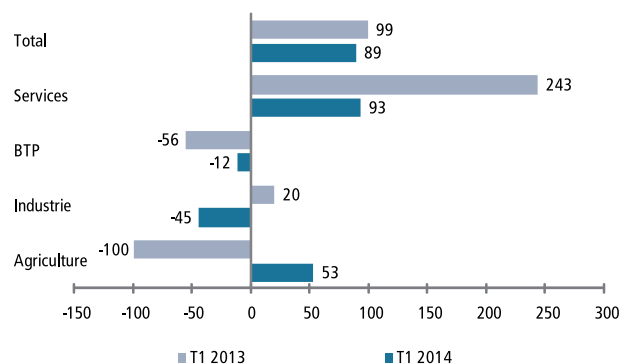
Dans ces conditions, le taux de chômage s'est accru de 0,8 point à 10,2%, avec une augmentation de 13,7% à 14,6% en milieu urbain et de 4,4% à 5,1% en zones rurales. Cette évolution a concerné particulièrement les jeunes citadins âgés de 15 à 24 ans, dont le taux est passé de 35,6% à 36,7% (Tableau 2.1).

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



Sources : HCP et estimations BAM.

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



Source : HCP

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

En milliers/en %	T1- 2013			T1- 2014		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(1)</sup>	6145	5329	11474	6265	5412	11677
Taux d'activité (en%) <sup>(2)</sup>	42,2	55,9	47,6	42,2	56,3	47,7
Population active occupée	5303	5094	10397	5349	5137	10486
Taux d'emploi (en%) <sup>(3)</sup>	36,4	53,5	43,2	36,0	53,5	42,9
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	842	235	1077	916	275	1191
Taux de chômage (en%) <sup>(4)</sup>	13,7	4,4	9,4	14,6	5,1	10,2
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	35,6	9,2	19,5	36,7	9,9	20,2
.25 - 34 ans	19,6	5,2	13,5	20,4	5,1	14,0
.35 - 44 ans	7,3	2,7	5,5	8,3	3,8	6,5
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,8	2,8	4,7	7,6	3,7	5,2
. Ayant un diplôme	18,2	10,9	16,5	19,9	10,3	17,5

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

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

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

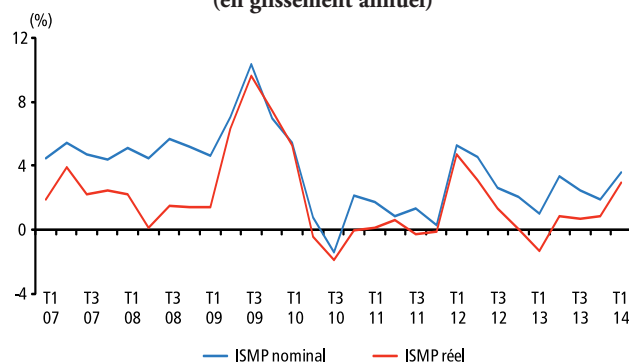
(4) Population active en chômage âgée de 15 et plus / Population active âgée de 15 ans et plus

Source : HCP

Concernant les coûts salariaux, l'indice du salaire moyen dans le secteur privé, calculé sur la base des données de la CNSS, a marqué au cours de du premier trimestre, un accroissement en glissement annuel de 3,5%, en termes nominaux et de 3% en termes réels (Graphique 2.6).

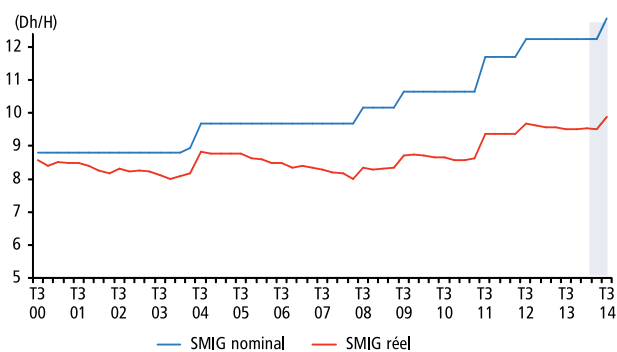
S'agissant du SMIG horaire, il a connu une stagnation au premier trimestre, en termes nominaux, alors qu'il a régressé de 0,5% en termes réels. Il devrait cependant connaître une revalorisation de 5% en termes nominaux, début juillet 2014, à 12,85 DH/h (Graphique 2.7).

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



Sources : CNSS et calculs BAM.

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



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

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

Les résultats des comptes nationaux du premier trimestre 2014 font ressortir une poursuite de la reprise dans les principaux pays avancés, à l'exception des Etats-Unis, et un ralentissement de l'activité dans les économies émergentes, notamment en Chine. L'orientation favorable de l'activité dans les pays avancés est corroborée également par les résultats des enquêtes de conjoncture. En revanche, le chômage reste globalement élevé dans la zone euro, alors qu'aux Etats-Unis, il s'est stabilisé à son plus bas niveau depuis octobre 2008. Quant aux marchés financiers, ils ont été caractérisés par une tendance à la baisse des taux de rendement obligataire et une augmentation des principaux indices boursiers. Pour leur part, les prix des matières premières se sont orientés globalement à la hausse. Ce renchérissement a contribué à inverser la tendance désinflationniste, les taux d'inflation ayant augmenté dans la plupart des pays avancés, notamment aux Etats-Unis. Au total, la lenteur de la reprise dans les pays partenaires du Maroc et la persistance de l'inflation à des niveaux bas, laissent indiquer la modération des tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres.

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

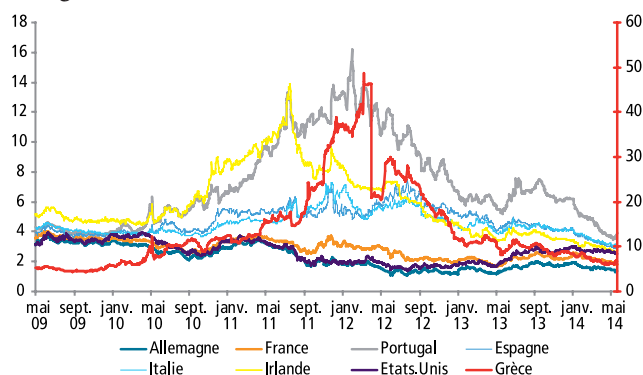
##### 3.1.1 Conditions financières

Durant le mois de mai, les marchés obligataires ont été globalement marqués par la détente des taux souverains des pays périphériques de la zone euro, avec toutefois un mouvement haussier durant la semaine qui a précédé les élections européennes, reflétant les craintes des investisseurs quant à une progression des partis anti-européens. Entre avril et mai, les taux de rendement à 10 ans sont revenus de 3,8% à 3,6% pour le Portugal, de 3,1% à 2,9% pour l'Espagne et de 3,2% à 3,1% pour l'Italie. En revanche, le taux souverain de la Grèce a augmenté de 6,2% à 6,4%. Concernant les autres pays de la zone euro, ce taux a baissé de 2% à 1,9% pour la France, et a légèrement diminué pour l'Allemagne, de 1,5% à 1,4%. Pour sa part, le taux des Bons du Trésor américains a légèrement diminué à 2,6% en mai contre 2,7% un mois auparavant.

Pour les pays émergents, le taux de rendement à 10 ans a globalement baissé entre avril et mai, revenant de 12,5% à 12,2% pour le Brésil, de 4,5% à 4,3% pour la Chine, de 8,9% à 8,8% pour l'Inde et de 9,9% à 9,2% pour la Turquie.

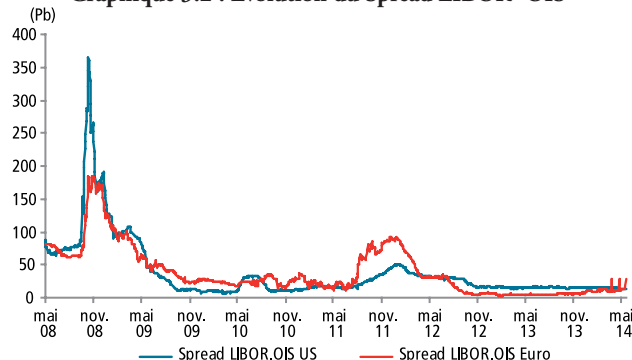
Sur les marchés monétaires, l'Euribor et le Libor à 3 mois ont quasiment stagné en mai à 0,33% et 0,22%, respectivement. Pour leur

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



Source : Datastream.

Graphique 3.2 : Evolution du Spread LIBOR -OIS\*



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

Source : Datastream.

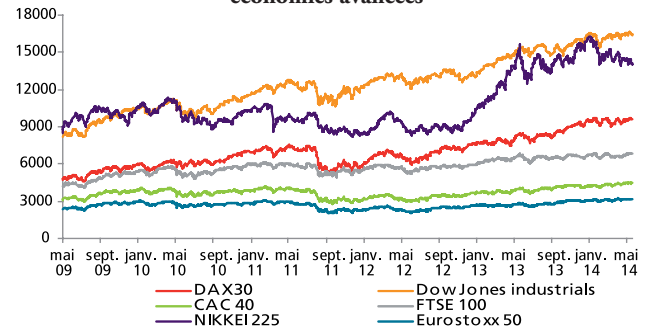
part, les spread ont évolué différemment, entre avril et mai, marquant une hausse de 11,9 points de base à 16,3 points pour le Libor-OIS euro, tandis que le Libor-OIS dollar a accusé un recul de 14 à 13,3 points de base. Pour ce qui est du crédit, son rythme d'évolution annuel a augmenté aux Etats-Unis, s'établissant à 3,7% en mai au lieu de 2,9% un mois auparavant, tandis que dans la zone euro, sa contraction s'est atténuée, passant de 2,2% à 1,8% en avril.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées sont ressortis, pour la plupart, en hausse, avec une diminution de leur volatilité. En effet, entre avril et mai, l'EUROSTOXX50 a enregistré une progression de 0,4%, le Dow Jones Industrials et le CAC 40 ont augmenté de 0,8% chacun, le FTSE 100 de 2,7% et le DAX 30 de 1,4%. En revanche, le NIKKEI 225 a accusé un recul de 1,4%. En termes de volatilité, le VSTOXX a augmenté de 17,4 points de base à 16,8 points, tandis que le VIX est revenu de 14,2 points de base à 12,9 points. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM s'est légèrement accru de 1%, recouvrant des hausses respectives de 5,3% et 2,9% des MSCI de la Turquie et de l'Inde, ainsi qu'une diminution de 2,3% pour celui de la Chine.

Concernant les marchés de change, l'euro est resté stable par rapport aux autres principales devises, s'échangeant à 1,38 dollar et 0,82 livre sterling entre avril et mai. Toutefois, il a enregistré une légère dépréciation de 0,81% vis-à-vis du yen japonais. Les monnaies des principaux pays émergents ont, en majorité, stagné par rapport au dollar. Ainsi, un dollar s'échangeait contre 2,2 reals brésiliens, 2,1 liras turques, 6,2 yuans chinois, alors qu'il s'est déprécié de 1,2% par rapport à la roupie indienne, s'établissant à 59,6 roupies.

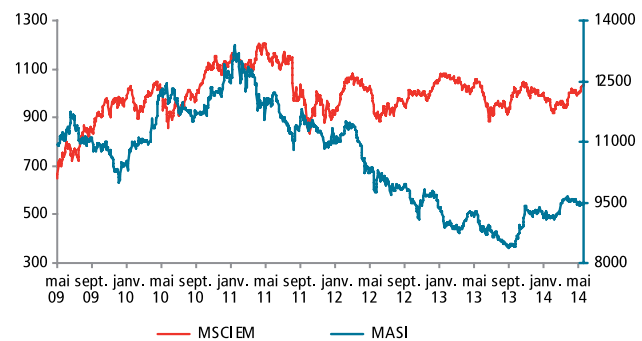
S'agissant des décisions de politique monétaire, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé à 0,5%. La BCE a, quant à elle, abaissé son taux de 0,25% à 0,15% et a

Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



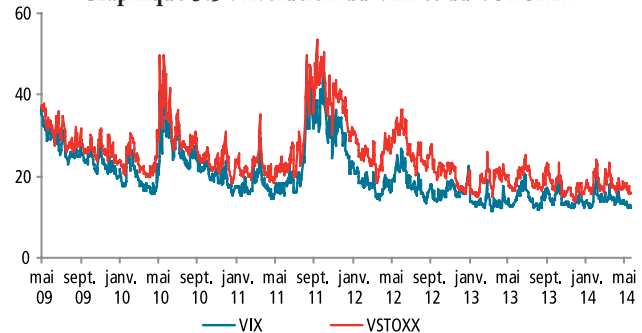
Source : Datastream.

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



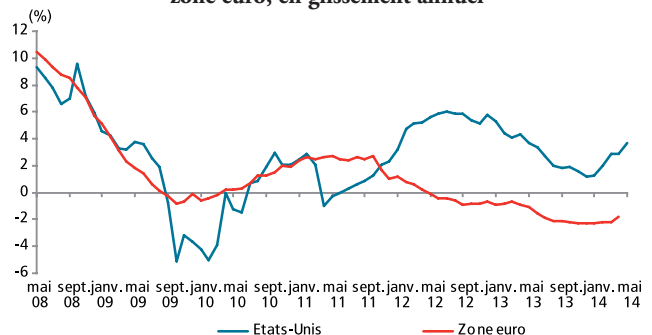
Source : Datastream.

Graphique 3.5 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

ramené son taux des dépôts à -0,1%, soit les plus bas niveaux historiques. Elle a, également, annoncé de nouvelles mesures de fourniture de liquidités aux banques, pour tenter de soutenir la croissance et de lutter contre la tendance désinflationniste dans la zone euro. Pour sa part, la FED a annoncé une nouvelle réduction de 10 milliards de son programme mensuel de rachats d'actifs, pour le ramener à 45 milliards de dollars. Elle a également réitéré son engagement à maintenir son taux directeur à un niveau bas pendant une plus longue période.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

A l'exception des Etats-Unis, les chiffres des comptes nationaux des pays avancés relatifs au premier trimestre 2014 font état d'une amélioration de la croissance. Ils indiquent toutefois la poursuite du ralentissement de l'activité dans les économies émergentes, notamment en Chine, ce qui devrait peser davantage sur les perspectives à moyen terme.

En effet, la croissance aux Etats-Unis est revenue de 2,6% à 2,1%, impactée par la décélération des rythmes de progression des exportations et la reconstitution des stocks. En revanche, elle est passée de 2,7% à 3,1% au Royaume-Uni, soutenue par les services et la production industrielle. De même, la croissance au Japon s'est améliorée de 2,5% à 2,7%, tirée par les dépenses de consommation des ménages anticipant la hausse de la TVA à partir d'avril.

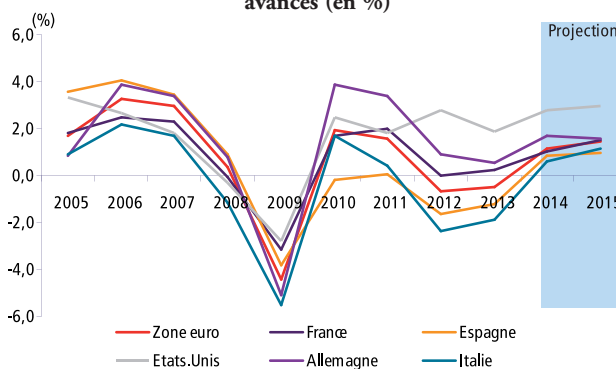
Dans la zone euro, le PIB a progressé de 0,9% en glissement annuel après 0,5% un trimestre auparavant, reflétant particulièrement l'accélération de 1,4% à 2,3% de la croissance en Allemagne, suite à l'amélioration de la demande intérieure. En France, la croissance a stagné à 0,8%, alors qu'en Italie, le PIB a connu une atténuation de sa contraction de 1% à 0,5% et en Espagne, après neuf trimestres de baisses successives, il a progressé de 0,5%.

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

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

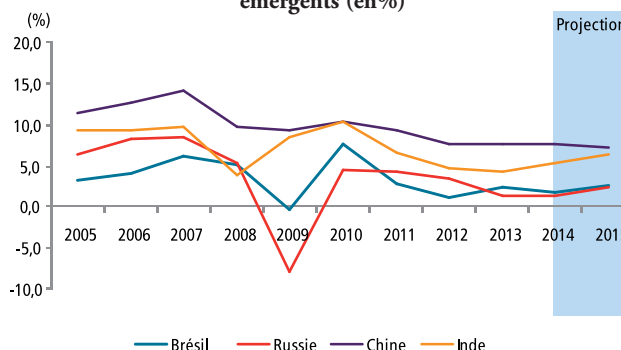
Source : Datastream.

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions d'avril 2014).

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions d'avril 2014).

S'agissant des principaux pays émergents, l'activité s'est tassée en Chine, le taux de croissance ayant diminué de 7,7% à 7,4%, soit le plus bas niveau depuis cinq trimestres. De même, la croissance est revenue de 2,2% à 1,9% au Brésil alors qu'elle s'est stabilisée à 4,6% en Inde.

Les indicateurs à haute fréquence confirment la poursuite de la reprise dans la zone euro. En effet, même s'il a baissé en mai à 53,5 points après 54 points en avril, l'indice PMI composite a dépassé le seuil d'expansion de 7%. Cette évolution reflète notamment le recul de l'indice PMI manufacturier de 53,4 à 52,2 points. Aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier s'est amélioré d'un mois à l'autre, de 54,9 à 55,4 points en mai, dépassant le seuil d'expansion de 10,8%.

Pour ce qui est des perspectives, le FMI a maintenu, en avril 2014, les perspectives de la croissance inchangées pour les économies avancées et a révisé à la baisse celles des pays émergents et en développement. Par pays, la croissance aux Etats-Unis devrait atteindre 2,8% en 2014 et 3% en 2015, soutenue notamment par des politiques monétaire et budgétaire accommodantes. Dans la zone euro, elle devrait se situer à 1,2% en 2014 et à 1,5% en 2015, tandis qu'au Japon, le PIB croîtrait de 1,4% et 1% respectivement. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance devrait légèrement diminuer en Chine à 7,5% en 2014 et à 7,3% en 2015, alors qu'elle devrait atteindre 1,8% et 2,7% au Brésil, 5,4% et 6,4% en Inde et 1,3% et 2,3% en Russie, respectivement pour les deux années.

Dans le même sens, les récentes prévisions de l'OCDE et la Commission européenne, datant de mai, font ressortir une légère révision à la baisse de la croissance mondiale pour s'établir aux alentours de 3,4% en 2014 et 3,9% en 2015, en raison notamment de la modération de l'activité dans les principaux pays émergents.

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

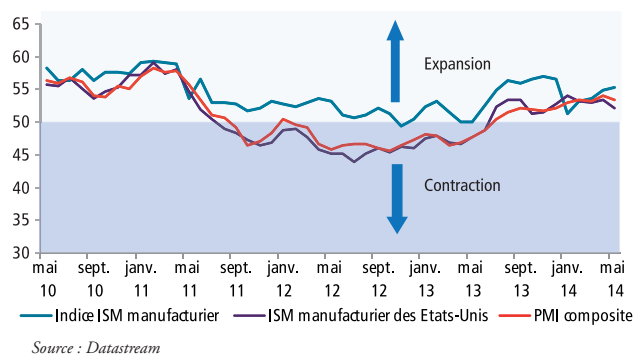


Tableau 3.2 : Perspectives mondiales de la croissance

	Projections (en %)					
	Commission européenne		FMI		OCDE	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
PIB mondial	3,5	3,8	3,6	3,9	3,4	3,9
Etats-Unis	2,8	3,2	2,8	3,0	2,6	3,5
Zone euro	1,2	1,7	1,2	1,5	1,2	1,7
Allemagne	1,8	2,0	1,7	1,6	1,9	2,1
France	1,0	1,5	1,0	1,5	0,9	1,5
Italie	0,6	1,2	0,6	1,1	0,5	1,1
Espagne	1,1	2,1	0,9	1,0	1,0	1,5
Royaume Uni	2,7	2,5	2,9	2,5	3,2	2,7
Japon	1,5	1,3	1,4	1,0	1,2	1,2
Chine	7,2	7,0	7,5	7,3	7,4	7,3
Inde	4,7	5,4	5,4	6,4	4,9	5,9
Brésil	2,6	2,9	1,8	2,7	1,8	2,2
Russie	1,0	2,0	1,3	2,3	0,5	1,8

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

### 3.1.3 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a stagné à 6,3% en mai 2014, soit son plus bas niveau atteint depuis octobre 2008. Dans la zone euro, il a connu un léger repli à 11,7% en avril contre 11,8% en mars. Au niveau des pays partenaires, ce taux est demeuré stable durant le même mois à 5,2% en Allemagne, à 10,4% en France, à 12,6% en Italie, alors qu'il a baissé à 25,1% en Espagne contre 25,2% un mois auparavant. Au Royaume-Uni, les données disponibles pour le mois de février 2014, indiquent une diminution du taux de chômage à 6,6%.

S'agissant des perspectives du marché de l'emploi, le FMI, dans sa dernière édition d'avril 2014, a révisé globalement à la baisse ses projections pour 2014 et 2015 dans la plupart des pays avancés. Le Fonds table ainsi sur un taux de chômage aux Etats-Unis de 6,4% et 6,2% respectivement en 2014 et 2015 et de 11,9% et 11,6% dans la zone euro. Dans les pays partenaires, ce taux devrait s'établir en France à 11% en 2014 avant de baisser à 10,7% en 2015 alors qu'en Allemagne, il demeurerait stable à 5,2%. En Italie et en Espagne, le taux de chômage se situerait respectivement à 12,4% et 25,5% en 2014, avant de reculer à 11,9% et 24,9% en 2015 respectivement. Au Royaume-Uni, il devrait s'établir à 6,9% en 2014 puis diminuer à 6,6% en 2015.

Concernant les projections de la Commission européenne et de l'OCDE du mois de mai courant, elles demeurent globalement en ligne avec celles du FMI, faisant ressortir des révisions à la baisse des taux de chômage dans la majorité des pays avancés en 2014 et 2015.

### 3.2 Prix des matières premières et inflation

Hormis les produits agricoles qui ont accusé une légère baisse, les prix des matières premières se sont globalement orientés à la hausse en mai, demeurant ainsi à

Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage

	2012	2013	mars 2014	avril 2014	mai 2014
Etats-Unis	8,1	7,4	6,7	6,3	6,3
Zone euro	11,3	12,0	11,8	11,7	N.D
France	9,8	10,3	10,4	10,4	N.D
Italie	10,7	12,2	12,6	12,6	N.D
Allemagne	5,5	5,3	5,2	5,2	N.D
Espagne	24,8	26,1	25,2	25,1	N.D
Royaume-Uni	7,9	7,5	N.D	N.D	N.D

Source : Eurostat.

Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars

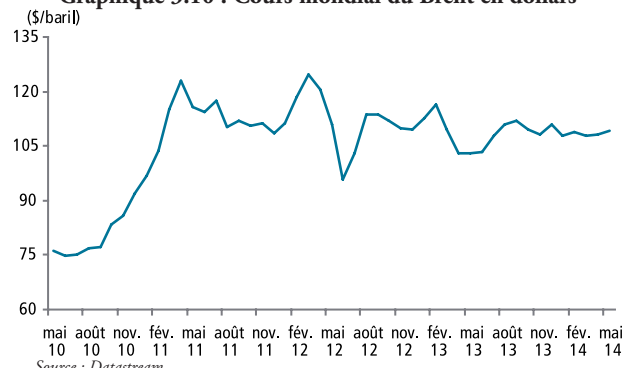
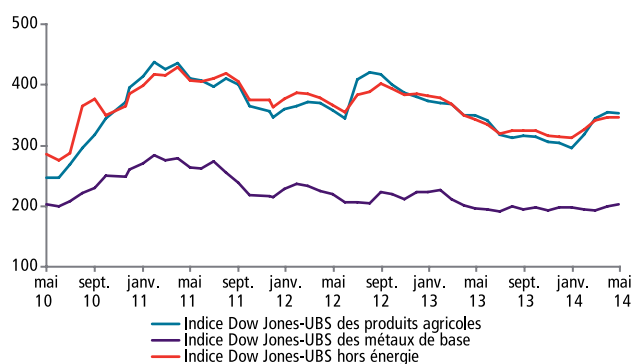


Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US)

	T2:14	T3:14	T4:14	T1: 15	2014	2015	2016
Pétrole	109,13	108,52	106,86	105,41	108,09	103,54	99,13

Source : Bloomberg.

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



des niveaux relativement élevés. Dans ce contexte, l'inflation a enregistré, en avril, une augmentation dans la plupart des pays avancés, notamment aux Etats-Unis.

### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Au cours du mois de mai, le prix du Brent a de nouveau augmenté, s'établissant en moyenne à 109,3 dollars le baril après 108 dollars en avril. Cette augmentation de 1,2% s'explique principalement par les tensions géopolitiques, en Ukraine notamment, et les incertitudes quant aux exportations de la Russie vers l'Union Européenne. En glissement annuel, le cours du Brent s'est accru de 6,1%.

Pour ce qui est des perspectives d'évolution du prix du pétrole<sup>1</sup>, la Banque Mondiale a revu en avril ses estimations à la baisse, tablant désormais sur un prix de 102,8 dollars le baril en 2014, après 103,5 dollars dans l'édition de janvier, soit une révision de -0,7%. En revanche, le FMI table sur un prix de 104,17 dollars le baril dans le WEO d'avril 2014, au lieu de 103,84 dollars prévu dans le cadre de la mise à jour de janvier. La Commission Européenne a revu à la hausse ses prévisions du prix du Brent, qui devrait s'établir à 107,6 dollars le baril en 2014 au lieu de 105,8 dollars dans l'édition d'hiver.

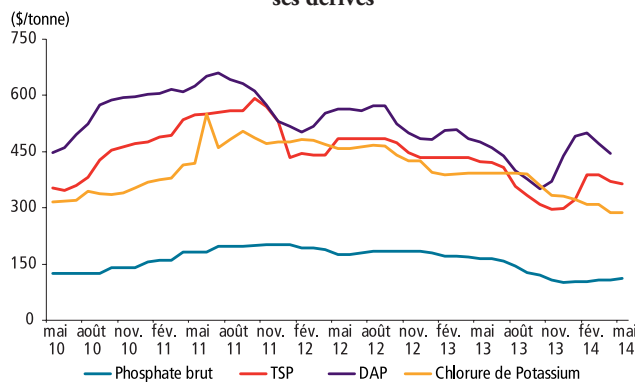
### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En mai 2014, les prix des produits hors énergie ont enregistré une légère baisse en glissement annuel, comme en témoigne le recul de 0,3% de l'indice Dow Jones-UBS y afférent. Cette évolution recouvre l'accroissement de 1,8% de l'indice des prix des métaux de base et la légère baisse de 0,8% des prix des produits agricoles.

Sur le marché mondial du phosphate, le prix du brut a connu une hausse de 3,7%, passant de 108 dollars la tonne en avril à 112 dollars

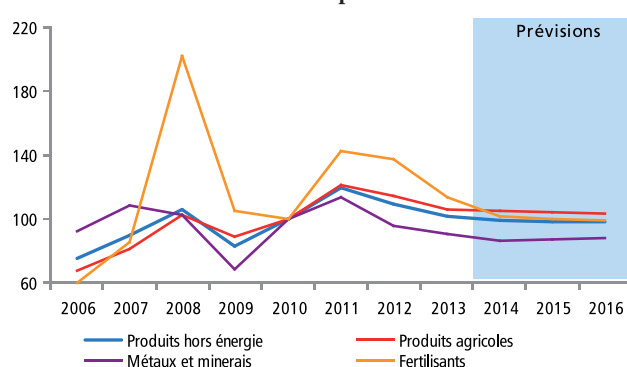
<sup>1</sup> La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubaï). Pour sa part la Commission Européenne projette uniquement le prix du Brent.

Graphique 3.12 : 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.



en mai. Par ailleurs, après 3 mois de baisses consécutives, le cours de l'urée s'est accru de 2,7% en glissement mensuel, tandis que le prix du Chlorure de Potassium est demeuré inchangé en mai. Pour leur part, les prix du TSP et du DAP ont poursuivi leurs reculs entamés le mois précédent, se repliant en mai de 1,7% et de 5,5%, respectivement. En glissement annuel, le cours a baissé de 32,1% pour le Phosphate brut, de 27% pour le Chlorure de Potassium, de 13,7% pour le TSP, de 13,2% pour l'Urée et de 8,3% pour le DAP.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

Aux Etats-Unis, l'inflation a connu une nette hausse en avril, passant de 1,5% à 2%. De même, après s'être établie à 1,6% en mars, l'inflation s'est fortement accrue au Japon à 3,4% en avril. Par ailleurs, selon une première estimation d'Eurostat pour le mois de mai, l'inflation devrait reculer de 0,7% à 0,5% dans la zone euro, avec des baisses de 1,1% à 0,6% en Allemagne, de 0,5% à 0,4% en Italie et de 0,3% à 0,2% en Espagne. Par ailleurs, l'inflation est demeurée inchangée en France à 0,8% en mai. Pour ce qui est du Royaume-Uni, les dernières données disponibles demeurent celles du mois d'avril et font ressortir une légère hausse de l'inflation de 1,6% à 1,8%. S'agissant des pays émergents, l'inflation a connu en mai une hausse de 1,8% à 2,5% en Chine et de 6,3% à 6,4% au Brésil.

Pour ce qui est des perspectives, selon les prévisions du WEO d'avril 2014 du FMI, l'inflation devrait se limiter à 1,5% en 2014 et à 1,6% en 2015 dans les pays avancés, alors que dans les pays émergents et en développement elle s'établirait à 5,5% en 2014 et baisserait à 5,2% en 2015. Par ailleurs, selon les dernières prévisions de la Commission Européenne, l'inflation devrait reculer dans la zone euro à 0,8% en 2014 avant d'augmenter à 1,2% en 2015 et s'établirait aux Etats-Unis à 1,7% et 1,9% respectivement, en 2014 et 2015. Quant à l'OCDE, elle table sur une inflation dans la zone euro de 0,7% en 2014 et à 1,1% en 2015.

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

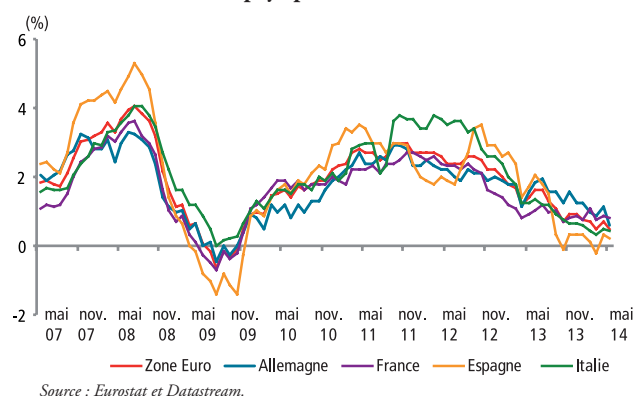


Tableau 3.5 : Perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

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

Sources : OCDE, Commission Européenne et FMI.

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

En glissement mensuel, le rythme de progression des prix à l'importation (IPM) hors énergie a décéléré de 3,6% à 0,9% à fin mars 2014, sous l'effet essentiellement du ralentissement de ceux des produits miniers. En effet, l'indice représentatif de ces derniers s'est inscrit en hausse de 1,5%, après celle de 7,8% un mois auparavant, traduisant l'évolution du prix à l'import du soufre, qui est revenu de 16,6% à 2%.

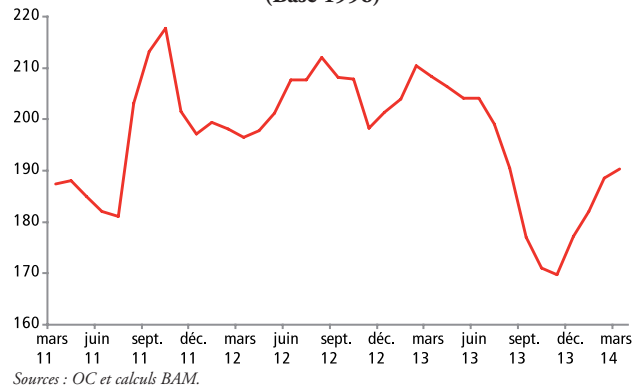
Pour sa part, l'IPM des produits alimentaires a augmenté de 0,6% au mois de mars, après un recul de 1% le mois précédent, suite principalement à la hausse des prix à l'import de 0,6% pour le blé et de 2,2% pour le maïs, alors qu'ils avaient accusé des baisses respectives de 4% et 5,4% un mois auparavant.

De même, l'indice des demi-produits a progressé de 1,2%, après une diminution de 6,4%, en relation avec l'accroissement de 1,3% de l'IPM des produits laminés, après le recul de 10,8% enregistré en février et de 2,5% de ceux des matières plastiques, alors qu'ils avaient diminué de 1% le mois précédent.

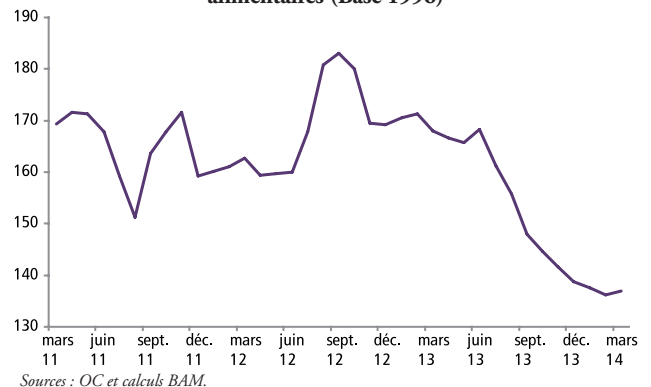
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a poursuivi sa baisse à 8,7% après 10,4% en février. En effet, l'IPM des produits alimentaires a régressé de 18,5% au lieu de 20,5% le mois précédent, en liaison avec le fléchissement de 13,6% du prix moyen à l'importation du blé après un recul de 16,8% enregistré en février. De même, la baisse de l'IPM du maïs s'est légèrement atténuée d'un mois à l'autre, revenant de 28,8% à 26,4%.

S'agissant de l'IPM des demi-produits, il a accusé un repli de 16%, après celui de 16,7% enregistré le mois de février. Cette évolution est attribuable à la baisse du

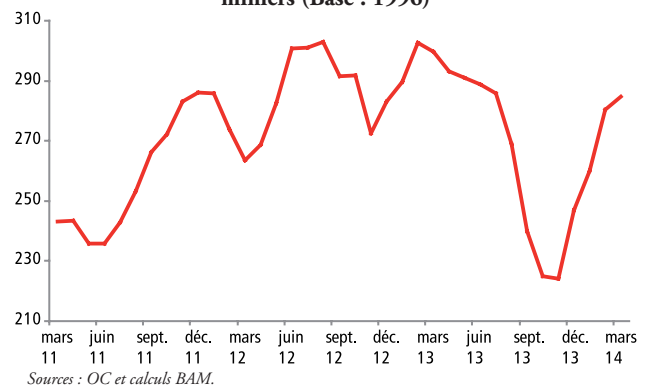
Graphique 3.15 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base 1996)



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



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



prix à l'import des engrais, revenu de 11,6% à 11,1%. En parallèle, l'IPM des papiers et cartons a fléchi de 6,4% en mars après 6,8% le mois précédent.

Quant aux produits miniers, leur indice a accusé un recul de 5%, après celui de 7,3% un mois auparavant. Cette atténuation s'explique principalement par celle de la baisse du prix à l'importation du soufre brut revenue de 9,5% en février à 4,1% en mars.

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

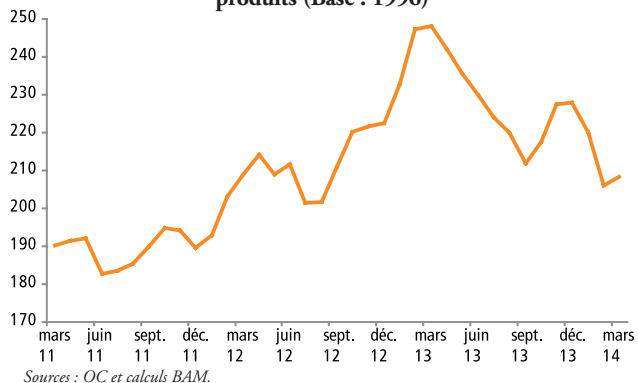
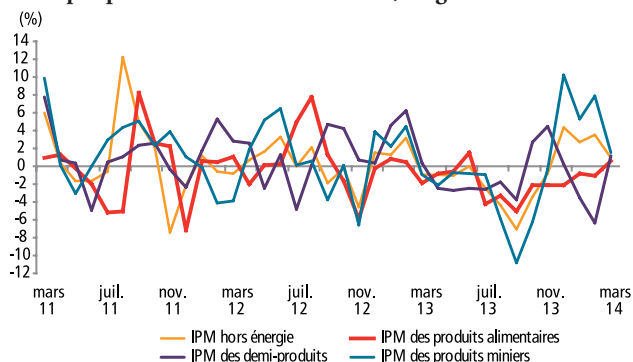


Tableau 3. 6 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	janv. 2014	fév. 2014	mars 2014	janv. 2014	fév. 2014	mars 2014
IPM hors énergie	2,8	3,6	0,9	-10,8	-10,4	-8,7
IPM alimentaires	-0,8	-1,0	0,6	-19,3	-20,5	-18,5
IPM miniers	5,3	7,8	1,5	-10,2	-7,3	-5,0
IPM demi-produits	-3,5	-6,4	1,2	-5,5	-16,7	-16,0

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

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



## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières évolutions du marché monétaire indiquent une diminution de 2 points de base du taux interbancaire, s'établissant à 3,03% en moyenne entre avril et mai 2014, demeurant ainsi aligné sur le taux directeur qui a été maintenu inchangé à 3% lors de la dernière réunion du Conseil le 25 mars 2014. Pour leur part, les taux débiteurs ont accusé une baisse trimestrielle de 56 points de base au cours du premier trimestre 2014 à 5,96%, reflétant essentiellement le repli des taux appliqués aux crédits de trésorerie et dans une moindre mesure ceux des prêts immobiliers. S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a diminué de 2 points de base entre le premier trimestre et avril 2014, revenant à 3,69%. Parallèlement, en dépit de l'accélération du rythme de progression de l'agrégat M3 de 3,2% au premier trimestre à 4,2 en avril, l'écart monétaire est resté négatif. Le crédit bancaire, pour sa part, s'est inscrit en accélération sur la même période, son taux de croissance s'est établi à 4,4%, après 3,8%. Cette évolution reflète l'amélioration des rythmes d'accroissement de l'ensemble de ses composantes, à l'exception des crédits immobiliers. Pour 2014, le crédit bancaire devrait croître à un rythme annuel avoisinant 4,5%. En ce qui concerne le taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié d'un trimestre à l'autre de 0,57% en termes nominaux comparativement au quatrième trimestre 2013 et de 0,34% en termes réels. Sur le marché des actifs, les prix des biens immobiliers ont quasiment stagné au premier trimestre 2014, en glissement trimestriel, recouvrant le repli de 0,4% des prix du résidentiel et la hausse de 0,4% de ceux du foncier et de 3,8% des locaux à usage professionnel. Au total, ces évolutions laissent indiquer l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme émanant des conditions monétaires et des prix des actifs immobiliers.

### 4.1 Conditions monétaires

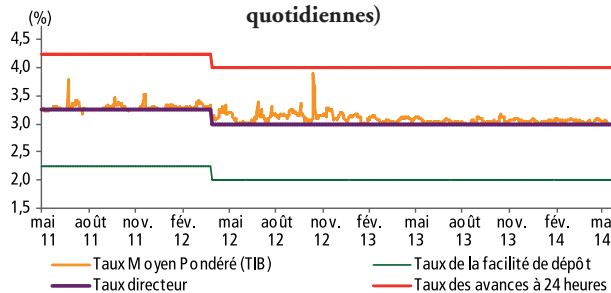
#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 25 mars 2014, le Conseil de la Banque a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,03% en moyenne entre avril et mai 2014, en légère baisse par rapport au premier trimestre de l'année 2014.

En ce qui concerne les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib pour le premier trimestre 2014, indiquent une diminution de 56 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, à 5,96%. Cette évolution reflète essentiellement le repli de 75 points de base des taux assortissant les facilités de trésorerie. En revanche, les taux pratiqués aux crédits à l'équipement se sont inscrits en hausse de 59 points de base et ceux des crédits à la consommation de 7 points. Quant au taux pratiqué sur les prêts immobiliers, il est resté quasiment inchangé par rapport à son niveau du quatrième trimestre.

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a légèrement

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



\* Données arrêtées au 26 mai 2014

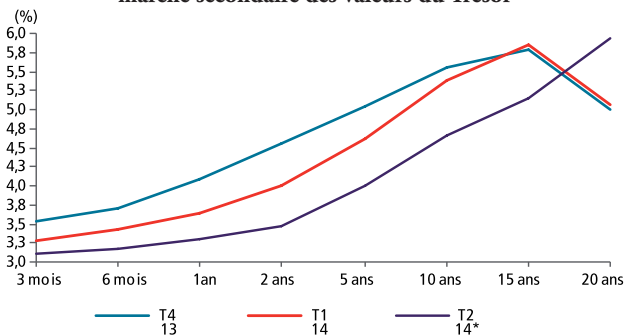
Source : BAM.

Tableau 4.1 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2012		2013				2014	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avril
6 mois	3,49	3,55	3,52	3,56	3,55	3,59	3,51	3,48
12 mois	3,83	3,84	4,02	3,89	3,83	3,92	3,86	3,83
Moyenne pondérée	3,71	3,73	3,85	3,76	3,73	3,79	3,71	3,69

Source : BAM.

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



\* L'observation du deuxième trimestre 2014 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er avril au 27 mai 2014.

Source : BAM.

diminué de 2 points de base entre le premier trimestre et avril 2014, s'établissant à 3,69%. Ainsi, le taux sur les dépôts à 6 mois est revenu de 3,51% à 3,48% et celui des dépôts à un an de 3,86% à 3,83%.

Sur le marché primaire des bons du Trésor, après des hausses importantes en 2013, les taux à court, moyen et long termes ont poursuivi globalement leur baisse en avril, avec des variations allant jusqu'à 58 points de base pour la maturité de 5 ans. Le même profil d'évolution a été constaté pour les principales maturités sur le marché secondaire.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides Evolution de M3

En dépit de l'accélération du rythme de progression de l'agrégat M3 de 3,2% au premier trimestre à 4,2% en avril, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, laissant indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

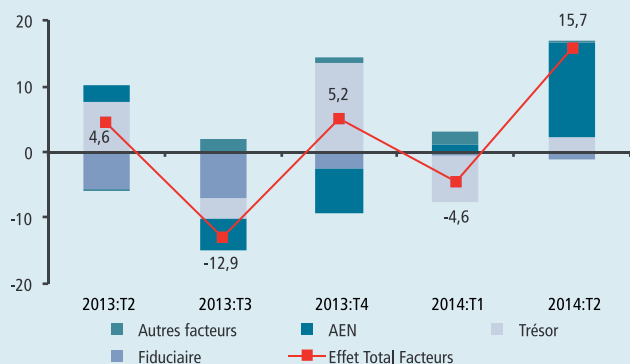
Tableau 4.2 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2012		2013				2014	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avril
21 jours	-	-	-	-	-	-	-	-
24 jours	-	3,71	-	-	-	-	-	-
35 jours	-	3,78	4,12	-	-	-	-	-
43	3,48	-	-	-	-	-	-	-
44 jours	3,59	-	-	-	-	-	-	-
45 jours	-	3,97	-	-	-	-	-	-
13 semaines	3,31	3,40	3,93	3,94	3,50	3,48	3,30	3,10
26 semaines	3,42	3,57	4,07	4,11	3,82	3,74	3,45	3,20
52 semaines	3,74	3,84	4,20	4,23	4,11	4,13	3,63	3,27
2 ans	3,93	4,24	4,57	4,68	4,61	4,69	4,04	3,47
5 ans	4,32	4,52	4,75	-	4,93	5,08	4,62	4,04
10 ans	4,51	4,84	-	-	5,42	5,60	5,43	-
15 ans	4,74	5,08	5,52	5,69	5,71	5,85	5,87	5,36
20 ans	5,01	-	-	-	-	-	-	-

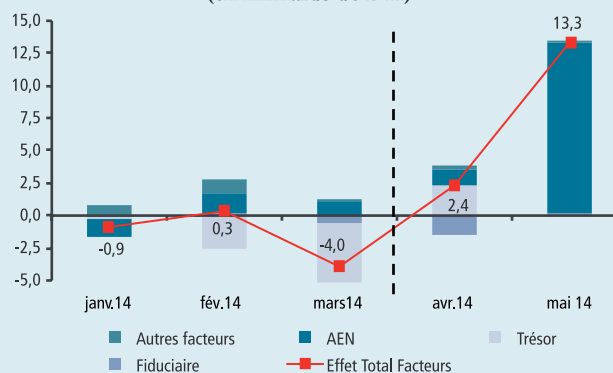
### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Au cours du premier trimestre de l'année 2014, les trésoreries bancaires se sont améliorées de 2,4 milliards de dirhams, en dépit de l'évolution restrictive des facteurs autonomes (-4,6 milliards de dirhams). En effet, la baisse du ratio de la réserve obligatoire d'un niveau de 4% à 2% a induit une injection permanente de liquidité de près de 7 milliards de dirhams. La baisse de la liquidité bancaire a résulté des opérations du Trésor qui ont été à l'origine d'une ponction de 7,1 milliards de dirhams : les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (49,7 milliards de dirhams) et l'encaissement du 1er acompte de l'IS, conjugués à la baisse de l'encours des opérations du Trésor sur le marché monétaire (-4,1 milliards), ont largement dépassé les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (39,3 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16,7 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (6,9 milliards de dirhams). Dans une moindre mesure, les retraits nets de la monnaie fiduciaire qui ont atteint 577 millions de dirhams ont également contribué au resserrement des trésoreries bancaire.

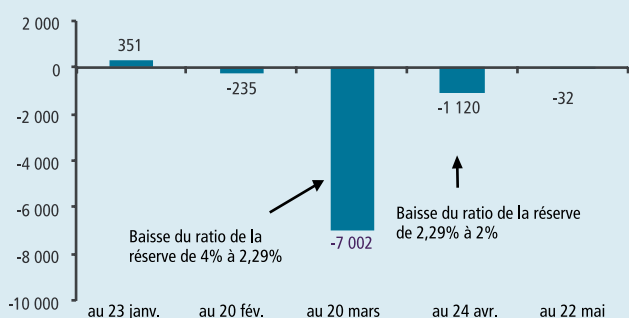
Graphique E 4.1.1 : Evolution de l'effet des FALB par trimestre (en milliards de DH)



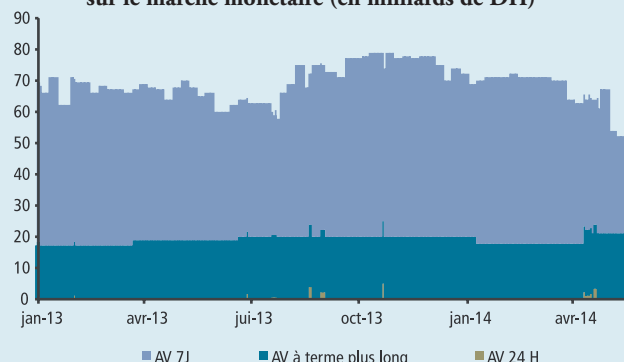
Graphique E 4.1.2 : Evolution de l'effet des FALB par mois (en milliards de DH)



**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 2<sup>ème</sup> trimestre de l'année 2014<sup>(1)</sup>, les trésoreries bancaires ont poursuivi leur amélioration, de 15,7 milliards de dirhams, sous l'effet de l'évolution expansive des facteurs autonomes, notamment celle des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib.

En effet, les opérations en devises ont exercé un effet de près de 14,5 milliards de dirhams dû essentiellement à la cession à la Banque centrale, du montant de l'émission obligatoire de l'OCF effectuée sur les marchés internationaux, laquelle a porté sur un montant de 1,5 milliard de dollars.

De même, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 2,1 milliards de dirhams du fait de la différence entre :

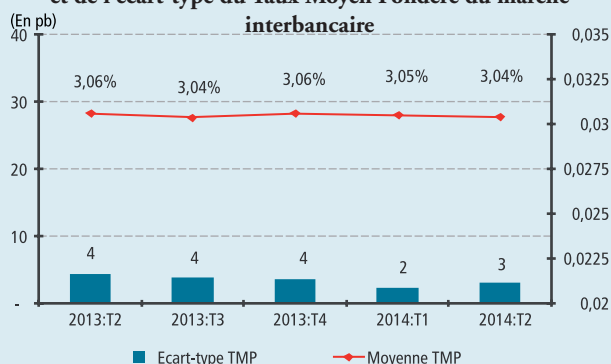
- d'une part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (14,3 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (5,4 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (3,3 milliards de dirhams), auxquelles s'ajoutent une injection de liquidité de 9,2 milliards issue des placements du Trésor sur le marché monétaire.
- et d'autre part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (12,3 milliards de dirhams) et les recettes fiscales et douanières.

Pour sa part, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a été à l'origine d'une ponction de liquidité de 1,2 milliard de dirhams.

Compte tenu de la forte amélioration des conditions de liquidité des banques, l'encours global des interventions de la Banque centrale a significativement baissé. Ainsi, les avances à 7 jours se sont établies à 38,6 milliards en moyenne quotidienne au lieu de 52,1 milliards au cours du premier trimestre. En outre, l'encours des opérations de pension livrée à 3 mois a baissé de 4 milliards de dirhams pour s'établir à 6 milliards de dirhams en faveur d'une hausse de l'encours des opérations de prêts garantis au titre du programme de soutien au financement des TPME de près de 3 milliards de dirhams qui a atteint 11 milliards de dirhams.

Pour sa part, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en baisse d'un point de base par rapport au niveau moyen observé durant T1 2014, pour atteindre 3,04%. Sa volatilité s'est établie à 3 points de base, soit une hausse d'un point de base par rapport au niveau observé un trimestre auparavant.

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



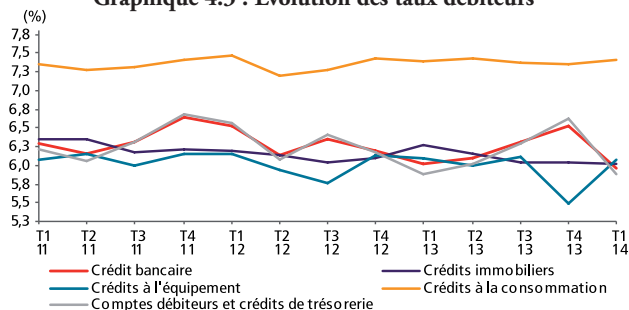
<sup>1</sup> Période allant du 1<sup>er</sup> avril au 22 mai 2014.

L'amélioration du rythme de croissance de l'agrégat M3 s'explique principalement par l'accélération des taux de croissance des réserves internationales nettes, suite notamment à l'encaissement d'un montant de 1,55 milliard correspondant à l'émission de l'OCP d'un emprunt obligataire à l'international. De même, le crédit bancaire et les créances nettes sur l'administration centrale se sont inscrits en légère accélération.

L'analyse des principales composantes de la masse monétaire fait ressortir des profils d'évolution divergents. Ainsi, la monnaie scripturale s'est accrue de 6,7%, au lieu de 3,9%, en raison principalement de la hausse des dépôts à vue auprès de Bank Al-Maghrib. Quant aux dépôts à terme, ils ont marqué une diminution annuelle de 6,6%, après celle de 4,1%. Globalement les dépôts, inclus dans l'agrégat M3, ont vu leur taux de progression annuel revenir de 3,2% à 2,9%. Pour ce qui est des autres composantes de la masse monétaire, leurs taux d'accroissements annuels ont accusé des ralentissements, de 4,9% à 4,7% pour la monnaie fiduciaire, de 8,3% à 8,1% pour les placements à vue et de 4,3% à 1,9% pour les titres des OPCVM monétaires.

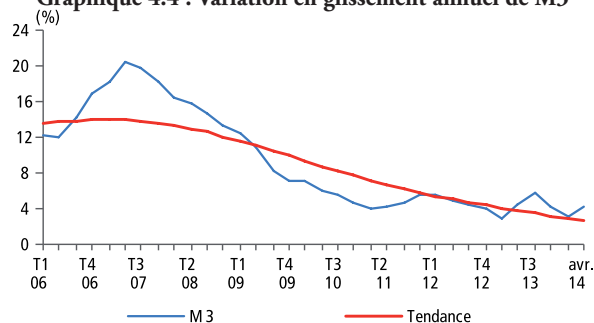
Par agent économique, le ralentissement du taux de progression des dépôts, inclus dans l'agrégat M3, de 3,2% à 2,9% s'explique par la baisse de la contribution de l'ensemble des agents économiques, à l'exception de celle des ménages. Ces derniers ont vu leurs dépôts augmenter de 5,4% à 6,6%, contribuant ainsi de 5 points de pourcentage à la croissance total des dépôts. À l'inverse, les dépôts des entreprises non financières privées ont connu une diminution annuelle de 8,8%, après celle de 0,6% au premier trimestre, avec une contribution négative de 1,4 point de pourcentage. Quant aux dépôts des sociétés financières, le rythme de progression annuel est revenu de 5,3% à 4,6%, tandis que ceux du secteur public ont poursuivi leur tendance baissière entamée depuis mars 2013.

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs\*



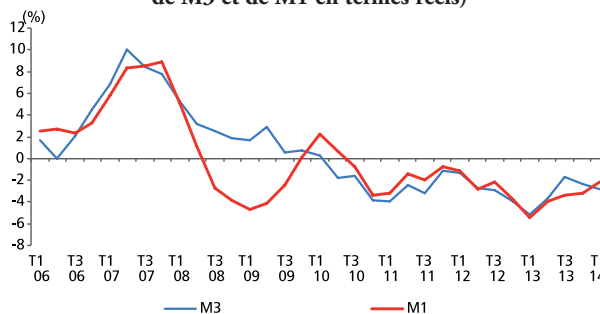
\* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL-MAGHRIB).

Graphique 4.4 : Variation en glissement annuel de M3



Source : BAM.

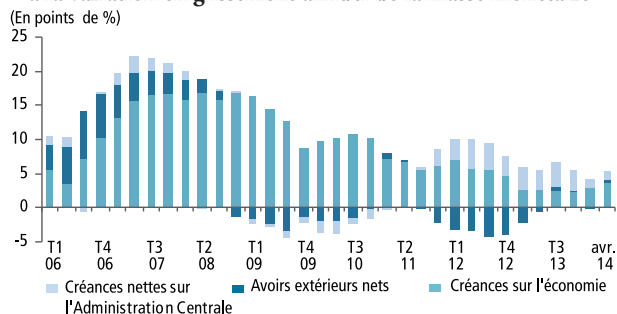
Graphique 4.5 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

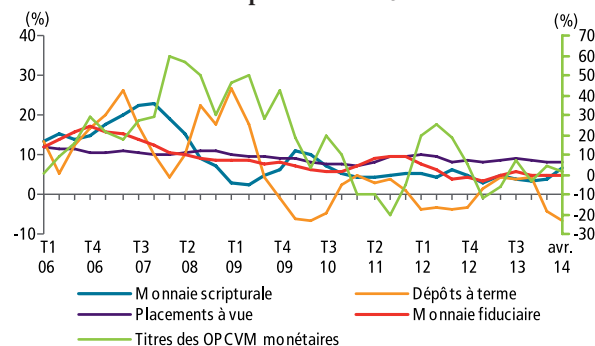
## Crédit

Les données disponibles à fin avril 2014 font ressortir une accélération du rythme de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est établi à 4,4%, après 3,8% en moyenne durant le premier trimestre 2014.

Cette évolution reflète l'amélioration des rythmes d'accroissement de l'ensemble de ses composantes, à l'exception des crédits immobiliers. Ces derniers se sont inscrits en ralentissement, revenant de 3,9% à 2,4% en glissement annuel, traduisant une décélération de 6,1% à 5,4% des crédits à l'habitat et une accentuation de la baisse des prêts aux promoteurs de 4,7%, après celle de 1,9% au trimestre précédent. En revanche, après une diminution de 2,5% au cours des trois premiers mois de l'année, les facilités de trésorerie se sont accrues de 0,1% en glissement annuel. Dans le même temps, les crédits à l'équipement et ceux à la consommation ont progressé respectivement de 2,7% et de 2,1%, au lieu de 1,1% et 1,6% un trimestre auparavant. Quant aux créances en souffrance, leur taux d'accroissement est revenu de 25% à 23,4% en avril, avec un ratio par rapport au crédit bancaire s'étant établi à 6,4%.

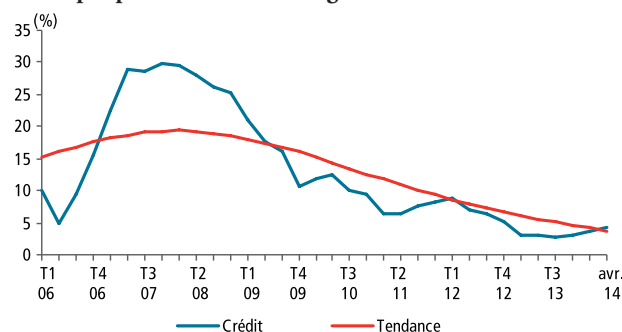
L'analyse du crédit bancaire par secteur institutionnel fait ressortir une amélioration des rythmes de croissance des concours destinés aux secteurs privé et public, et une décélération de celui des crédits aux autres sociétés financières. En effet, les prêts accordés au secteur privé ont enregistré une augmentation de 3,8% en avril, après 2,6% au premier trimestre, portant ainsi leur contribution à l'accroissement du crédit bancaire de 2,2 points à 3,2 points de pourcentage. Cette évolution recouvre une progression de 1,9% des prêts aux sociétés non financières, après un recul de 0,6%, et une décélération de 7,6% à 7% de ceux accordés aux ménages. De même, les concours destinés au secteur public ont affiché une hausse annuelle de 3,1%, contre un repli de 1,9% en moyenne durant les trois premiers mois de

Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



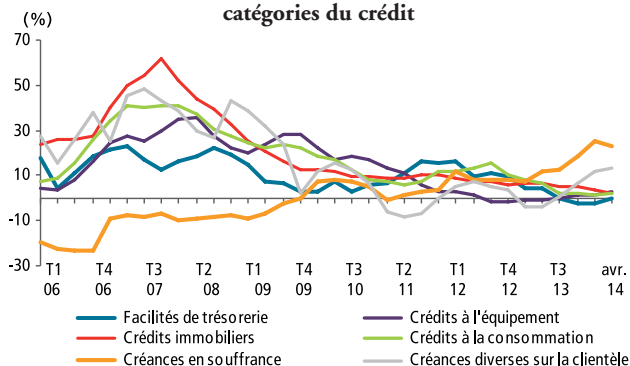
Source : BAM.

Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM.

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



Source : BAM.



l'année 2014. En revanche, les prêts destinés aux autres sociétés financières ont vu leur taux de progression annuel revenir de 14,8% à 8,8% en avril, ramenant ainsi leur participation à la croissance du crédit bancaire de 1,7 point à un point de pourcentage.

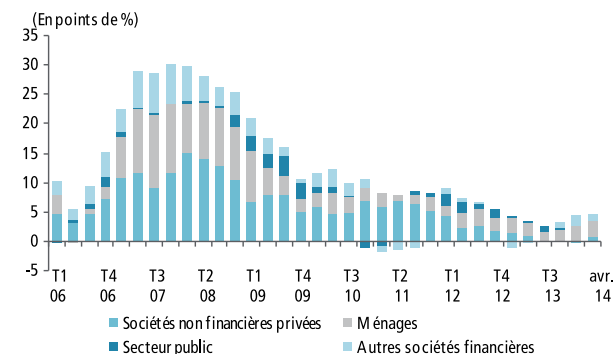
Pour ce qui est des conditions d'octroi du crédit bancaire, l'enquête menée par Bank Al-Maghrib indique globalement un durcissement de l'offre au premier trimestre 2014, comparativement au quatrième trimestre 2013. Ce durcissement aurait concerné plus les particuliers, notamment les prêts à l'habitat et ceux destinés à la consommation. Quant aux entreprises, les conditions d'offre de crédit seraient restées quasiment inchangées par rapport au quatrième trimestre 2013. S'agissant de la demande, elle aurait baissé pour les entreprises et a concerné les crédits à l'équipement et ceux destinés à la promotion immobilière, celle des particuliers étant restée inchangée d'un trimestre à l'autre.

Pour ce qui est des prêts octroyés aux agents non financiers, non inclus dans les contreparties de la masse monétaire, les données arrêtés à fin mars 2014 laissent indiquer une hausse de 1,8% des crédits accordés par les sociétés de financement, après 0,3% au quatrième trimestre 2013 en glissement annuel. Cette orientation est imputable notamment à l'augmentation de 15,2% des crédits d'affacturage, contre une diminution de 3,6% au trimestre précédent. A l'inverse, les crédits bail ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 0,5% à 0,2%, tandis que les prêts à la consommation ont accusé un repli de 0,7%, contre une hausse de 0,5%. Pour ce qui est des concours alloués par les banques offshores, ils ont marqué une contraction annuelle de 8,6%, après celle de 2,4% un trimestre auparavant, traduisant un recul de 1,4% des crédits de trésorerie, contre une hausse de 3,3% et une atténuation de la baisse de 11,8% à 6,6% des prêts à l'équipement.

### Autres sources de création monétaire

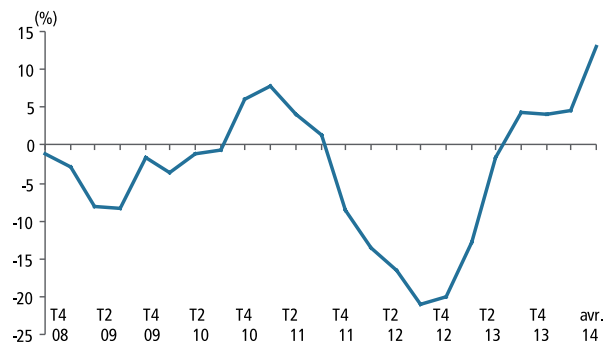
Les réserves internationales nettes (RIN), se sont renforcées de 13,1% en avril, au lieu de 4,6%

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



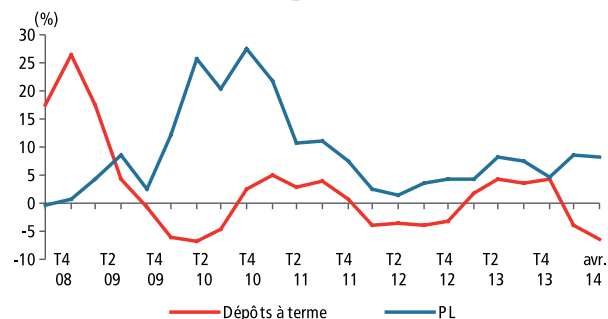
Source : BAM.

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.

au cours des trois premiers mois de l'année et ce, en liaison notamment avec l'encaissement de 1,55 milliard de dollars correspondant à l'émission de l'OCP d'un emprunt obligataire à l'international.

Pour ce qui est des créances nettes sur l'administration centrale, elles ont enregistré une augmentation de 8,2% en glissement annuel, après 8% le trimestre précédent. Cette évolution recouvre une accélération de 13,3% à 18,8% du rythme de progression des détentions des banques en bons du Trésor et une forte baisse de celles des OPCVM monétaires, à 40,7% après 4,8% un trimestre auparavant.

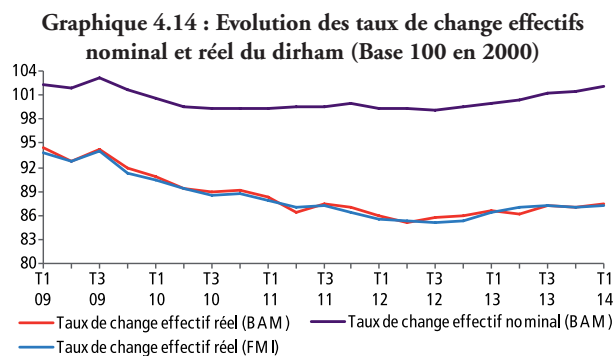
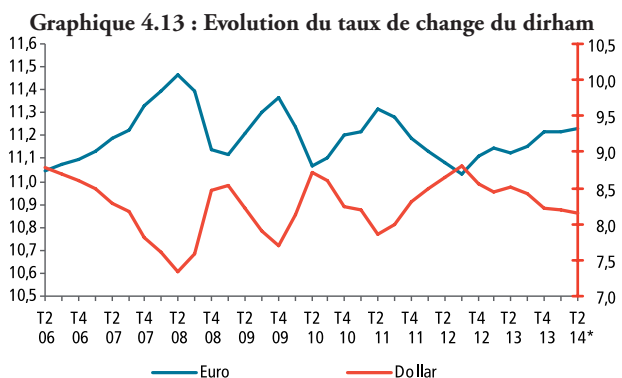
## Placements liquides

Les agrégats de placement liquides se sont accrus de 8,2% en avril 2014, après 8,7% au premier trimestre. Cette évolution s'explique essentiellement par le ralentissement de 9,3% à 3,8% du taux de croissance de l'agrégat PL1, en raison principalement de la décélération de 11,3% à 6,2% du taux de croissance des bons du Trésor négociables<sup>1</sup>. Parallèlement, les titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2 ont marqué une augmentation de 18,3% en avril, après 8,4% en moyenne au cours des trois premiers mois de 2014, en relation notamment avec la hausse de leur valeur liquidative suite à la baisse observée globalement au niveau des taux des bons du Trésor sur le marché secondaire. Dans le même sens, les titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, se sont accrus de 6,7% en avril, au lieu de 3,8% au premier trimestre.

## Taux de change

Durant les mois d'avril et mai 2014, le dirham s'est déprécié de 0,10% par rapport à l'euro, alors qu'il a connu une appréciation de 0,49% à l'égard du dollar.

Pour sa part, le taux de change effectif du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est apprécié de 0,57% en termes nominaux comparativement au quatrième trimestre 2013. L'appréciation de la monnaie nationale ressort légèrement moins importante en termes réels, soit 0,34%, en raison d'un taux d'inflation globalement inférieur au Maroc comparativement aux pays partenaires et concurrents.



<sup>1</sup> Ils incluent l'encours des bons du Trésor, propriétés des détenteurs de la monnaie.

## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre 2014, les prix des actifs immobiliers ont quasiment stagné en glissement trimestriel, résultat du repli de 0,4% des prix du résidentiel, de la hausse de 0,4% de ceux du foncier et de 3,8% des locaux à usage professionnel. En revanche, le nombre de transactions a baissé de 2,6% après une augmentation de 6,4% un trimestre auparavant, en liaison principalement avec le recul de 3,3% des opérations portant sur le résidentiel et de 6,3% du foncier. Les ventes concernant les locaux professionnels ont pour leur part progressé de 16,9%.

Comparés à la même période de 2013, les prix ont légèrement augmenté au premier trimestre 2014, soit 0,1%. Cette évolution recouvre notamment la hausse de 4,4% des actifs professionnels et une légère baisse de ceux résidentiels. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a enregistré une augmentation de 10,1% en liaison avec l'accroissement des ventes de toutes les catégories de biens immobiliers.

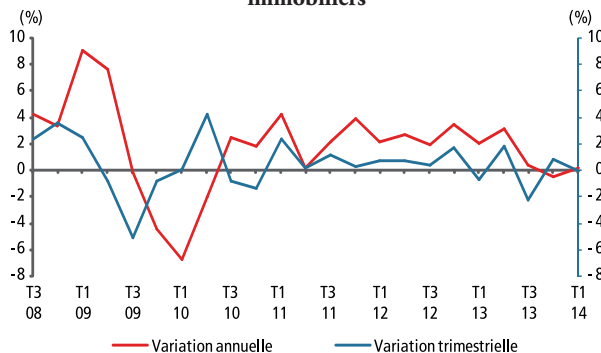
### 4.2.2 Actifs financiers

#### 4.2.2.1 Actions

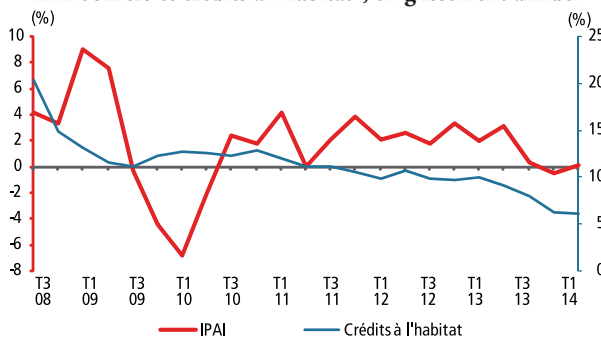
À fin Mai, le MASI a progressé de 4,2%, après 4,4% durant le premier trimestre 2014. Cette évolution qui confirme la poursuite de la reprise entamée au dernier trimestre de 2013, a été tirée principalement par les performances des secteurs « bâtiments et matériaux de construction » de 13,3%, « immobilier » de 6,3%, et « télécommunications » de 2,6%.

Pour ce qui est des indicateurs de valorisation, après avoir accusé une baisse au premier trimestre 2014, le Price Earnings Ratio s'est apprécié de 2,2 points de base à 17,7 et le Price to Book Ratio s'est établi à 2,39 après 2,31 à fin mars 2014.

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

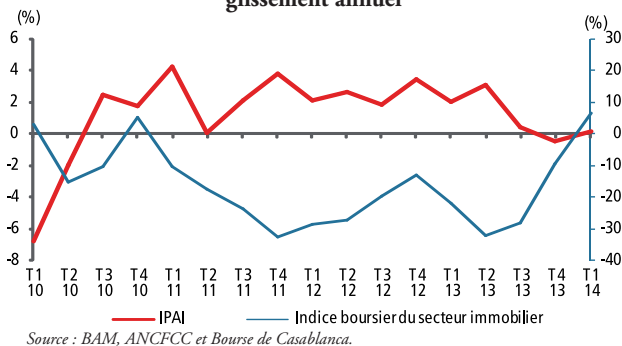


Graphique 4.16 : Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat\*, en glissement annuel



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

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

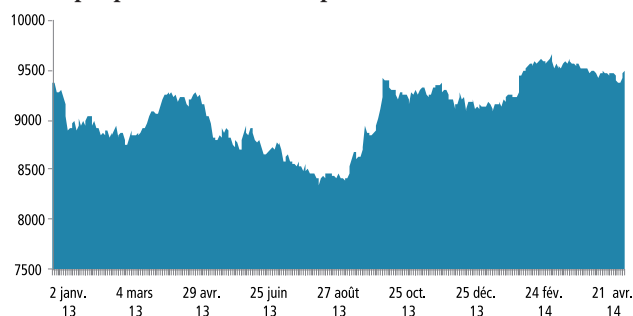


Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca.

S'agissant de la capitalisation boursière, elle s'est établie à fin mai à 469,4 milliards de dirhams, en accroissement de 4% depuis le début de l'année, essentiellement sous l'effet de l'appréciation du MASI durant la même période.

Au cours des deux premiers mois du deuxième trimestre, le volume moyen quotidien des transactions sur le marché central a connu un important repli, s'établissant à 57,1 millions contre 85,2 millions de dirhams enregistré durant le premier trimestre de l'année. Sur le marché de blocs le volume total échangé durant les deux premiers mois du deuxième trimestre s'est établi à 3,4 milliards de dirhams contre 2,9 milliards enregistré pendant le premier trimestre.

Graphique 4.18 : Evolution quotidienne de l'indice MASI

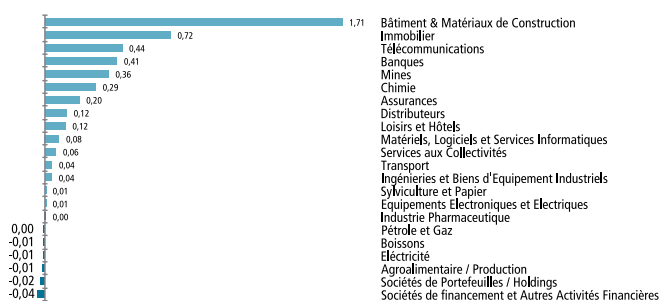


Source : Bourse de Casablanca.

### 4.2.2.2 Bons du Trésor

Jusqu'à fin mai, les émissions des bons du Trésor ont atteint 62,7 milliards de dirhams après 75,6 milliards sur la même période de 2013. La ventilation de ces émissions par maturité laisse apparaître que le Trésor s'est orienté depuis le début de l'année 2014 vers le moyen et le long termes, avec des parts respectives de 33,7% et 59,3%. Compte tenu des remboursements d'un montant de 46,3 milliards de dirhams, l'encours des bons du trésor a atteint 427,9 milliards de dirhams.

Graphique 4.19 : Evolution depuis le début de l'année, des indices sectoriels, en %



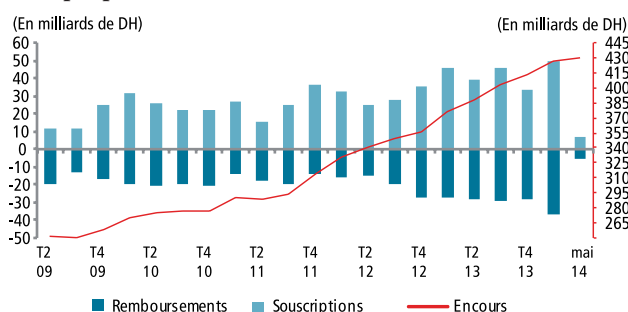
Source: Bourse de Casablanca.

### 4.2.2.3 Autres titres de créance

Sur les cinq premiers mois de 2014, les émissions des titres de créances négociables se sont accrues de 74% rapport à la même période de 2013, atteignant 29,7 milliards de dirhams. Cette évolution traduit la hausse importante des levées des banques, qui se sont chiffrées à 23,7 milliards de dirhams contre 12,5 une année auparavant.

En revanche, les émissions des entreprises sur ce compartiment ont atteint 4,5 milliards en quasi-stagnation par rapport à la même période de l'année précédente. Tenant compte des remboursements d'un montant de 25,9

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

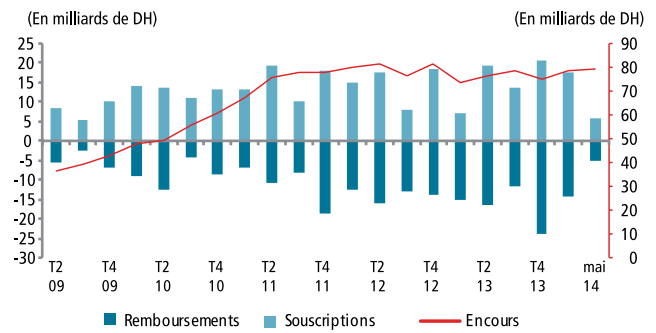


milliards de dirhams, l'encours s'est établi à fin avril à 78,9 milliards.

#### 4.2.2.4 Titres OPCVM

Au terme du premier trimestre 2014, l'actif net des OPCVM a atteint 253,5 milliards de dirhams, en augmentation de 3,3% d'un trimestre à l'autre. Cette évolution est le résultat principalement de l'accroissement des fonds obligataires de 7,2% et des fonds actions de 1%. Les données arrêtées au 25 mai 2014 indiquent que l'actif net des OPCVM s'est accru de 7,2% depuis le début de l'année.

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



## 5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les premiers mois de l'année 2014 sont caractérisés par la persistance de l'inflation à un niveau relativement bas, s'établissant à 0,4% en avril et en moyenne au premier trimestre, alors qu'elle s'est située à 1% au quatrième trimestre 2013 et 1,9% sur l'ensemble de l'année précédente. En plus du recul marqué des prix des produits alimentaires à prix volatils, cette évolution résulte principalement de la décélération de l'inflation sous-jacente (IPCX), revenant de 1,5% en 2013 à 1,3% au premier trimestre et à 1,1% en avril 2014. Par composante, cette baisse recouvre une stabilité à 1,5% de l'inflation des biens échangeables (IPCXE), dans un contexte de poursuite du mouvement désinflationniste au niveau des principaux partenaires commerciaux du Maroc, et un recul de celle des biens non échangeables (IPCXNE), passant de 1,7% en 2013 à 0,9% au premier trimestre et à 0,6% en avril 2014. Par ailleurs, et dans un contexte marqué par le maintien du recul des cours mondiaux des matières premières, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur baisse entamée depuis février 2013, avec un repli de 1,2% en avril après celui de 3,7% en mars.

### 5.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie en moyenne à 1,9% en 2013, l'inflation s'est située à un niveau faible durant les quatre premiers mois de l'année en cours, sous l'effet principalement de la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils et de la décélération de l'inflation sous-jacente.

Ainsi, entre mars et avril, elle est restée stable à 0,4%, recouvrant une stabilité à 4,8% du rythme de la baisse des prix des produits alimentaires volatils, englobant principalement des reculs de 41,1% des prix des agrumes et de 5,3% de ceux des légumes frais. La contribution de l'ensemble de ces produits à l'inflation ressort à -0,7% durant les deux derniers mois.

Concernant les tarifs des « carburants et lubrifiants », ils ont enregistré une accélération de leur rythme de progression, passant de 7,3% en mars à 9,9% en avril suite principalement à la réduction de la subvention du gasoil intervenue le 16 avril. La hausse des prix des autres produits réglementés est revenue de 1,4% en février à 0,7% en mars et avril reflétant la dissipation de l'effet du relèvement des tarifs des tabacs intervenue en mars 2013.

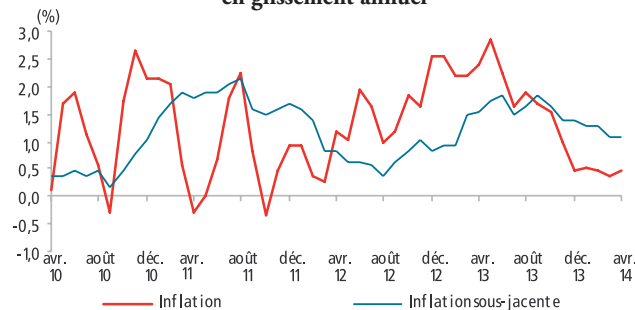
Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et des produits à tarifs réglementés, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,1%.

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

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

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

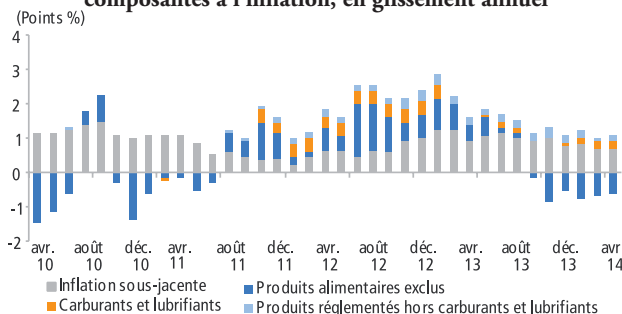
Graphique 5.1 : Inflation et inflation sous-jacente, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

Cette évolution recouvre une accélération de 0,7% à 1,3% de la hausse des prix des transports, un recul de 3,7% à 2,6% de celle des tarifs des « Restaurants et hôtels » et une quasi-stagnation au niveau des autres rubriques.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

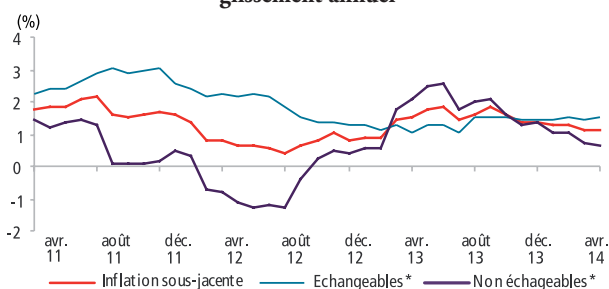
Produits	A partir du					
	16 mars 14	1 avr. 14	16 avr. 14	1 mai 14	16 mai 14	1 Juin 14
Super carburant (Dh/Litre)	12,91	12,98	13,12	13,32	13,13	13,27
Gasoil 50 (Dh/Litre)	8,88	8,88	9,20	9,20	9,20	9,20
Fuel industriel (Dh/Tonne)	5 846,5	5 813,2	5 837,8	5 837,9	5 752,2	5 883,2

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix par catégorie de biens indique que l'évolution de l'inflation sous-jacente, s'explique par la quasi-stabilité aussi bien de l'inflation des produits échangeables (IPCXE) que celle des produits non échangeables (IPCXNE). En effet, dans un contexte marqué par une poursuite du mouvement désinflationniste dans les principaux partenaires commerciaux du Maroc, les prix des biens échangeables se maintiennent à des rythmes de progression quasi-inchangés depuis août 2013, soit 1,5%. Leur contribution à l'inflation sous-jacente est demeurée constante à 0,8 point de pourcentage sur la même période.

**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.

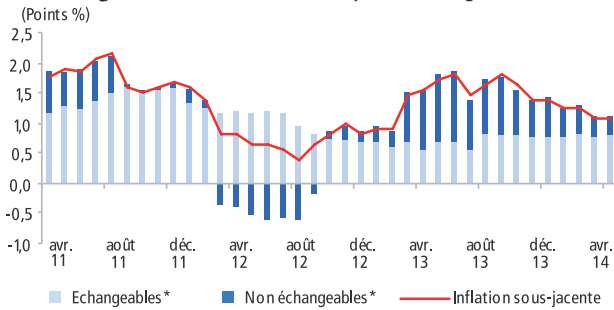
**Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX**

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 14	mars 14	avr. 14	fév. 14	mars 14	avr. 14
Biens échangeables (IPCXE)	0,1	0,0	0,0	1,5	1,4	1,5
Biens non échangeables (IPCXNE)	0,0	0,0	0,1	1,0	0,7	0,6

Sources : HCP et calculs de BAM.

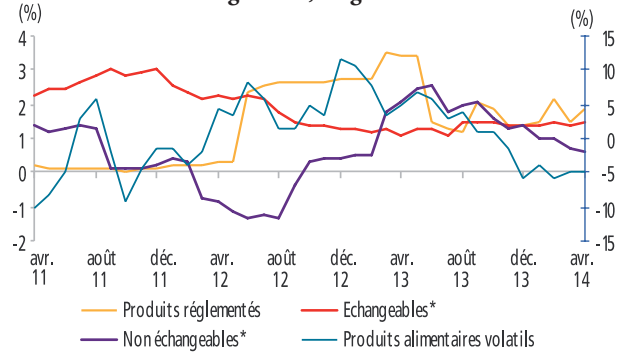
Pour sa part, l'inflation des biens non échangeables est restée quasi-inchangée à 0,6% entre mars et avril contre 1% en janvier et février et 1,7% en moyenne en 2013. Leur contribution à l'inflation sous-jacente a ainsi diminué de 0,8 point de pourcentage en 2013 à 0,5 en janvier et février et à 0,3 point en mars et avril, constituant ainsi la principale source de décélération de l'inflation fondamentale. Cette évolution de l'IPCXNE recouvre toutefois des évolutions divergentes au niveau de ses composantes. Si les prix de la restauration et du loyer ont vu leur taux d'accroissement ralentir, ceux du transport ont, en revanche, enregistré une accélération. D'autres rubriques, en particulier, l'« enseignement » et les « communications » ont, quant à eux, évolué au même rythme que le mois précédent.

**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**

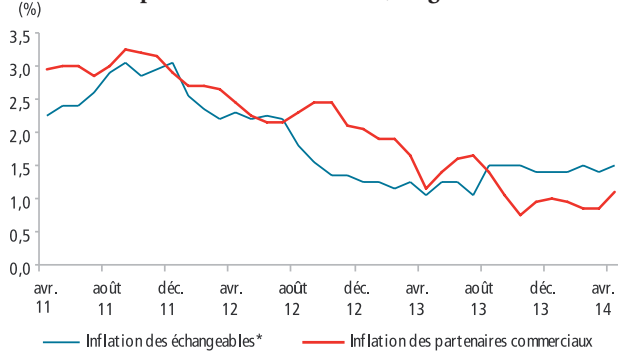


\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM.

### 5.3 Biens et services

La décomposition de l'indice des prix à la consommation (IPC) en biens et services montre que la stabilité de l'inflation à 0,4% recouvre, une légère décélération de 1,1% à 1% de l'inflation des biens transformés hors carburants et lubrifiants, ainsi qu'un maintien à -2,9% de celle des biens non transformés. Ces évolutions ont plus que compensé la légère accélération de 1,2% à 1,3% de l'accroissement des prix des services et l'augmentation de 7,3% à 9,9% du rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants. La contribution de ces deux composantes à l'inflation ressort à 0,7 point de pourcentage contre 0,6 point un mois auparavant.

**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	
	mars 14	avr. 14	mars 14	avr. 14
Produits exclus de l'IPCX	-0,3	0,1	-0,4	-0,3
Produits alimentaires volatils	-0,3	0,0	-0,7	-0,7
Produits réglementés	0,0	0,1	0,3	0,4
<b>Biens échangeables*</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
<b>Biens non échangeables*</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>

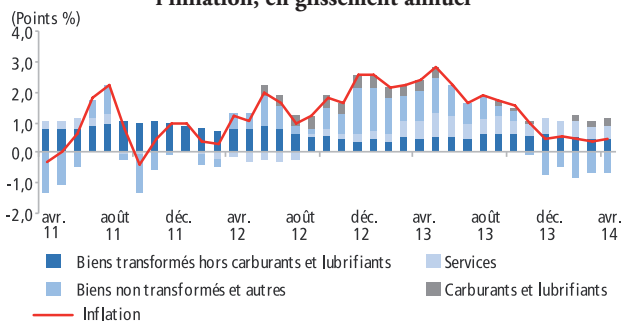
\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs de BAM.

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle ont accusé une baisse mensuelle de 0,1% en avril, après avoir progressé de 0,1% un mois auparavant. Cette évolution recouvre un repli des prix de 1,1% pour la branche «Cokéfaction et raffinage » et de 0,6% de ceux des branches «Industrie d'habillement» et «Fabrication de machines et appareils électriques», ainsi qu'une augmentation de 0,1% des prix des «Industries alimentaires» et de 1% de ceux de la rubrique « Travail du bois et fabrication d'articles en bois ».



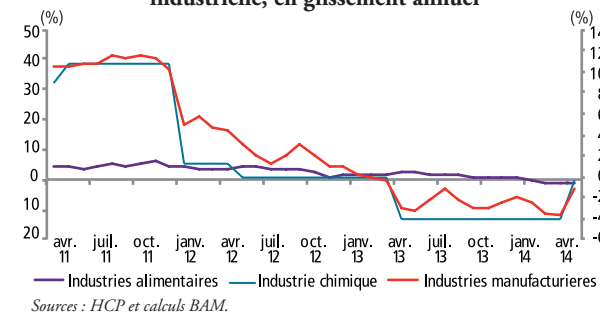
**Graphique 5.7 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation, en glissement annuel**



Sources : HCP et calculs BAM.

En glissement annuel, les prix à la production industrielle ont vu leur diminution entamée depuis février 2013 s'atténuer pour s'établir en avril à -1,2% après des reculs de 3,7% en mars et 3,4% en février. Cette évolution reflète principalement celle des prix des branches « Cokéfaction et raffinage » de -8,9% à -7% et « Industrie chimique » de -13,6% à 0%. Dans le même temps, les prix ont augmenté de 2,9% pour la rubrique « Travail du bois et fabrication d'articles en bois » et de 3,4% pour celle des « Industrie du papier et du carton ».

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



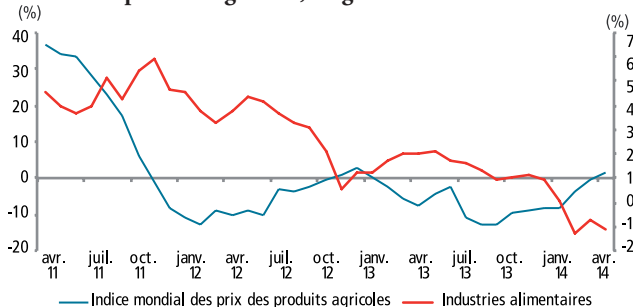
Sources : HCP et calculs BAM.

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

	Evolution en glissement mensuel (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 14	mars 14	avr. 14	fév. 14	mars 14	avr. 14
Biens transformés*	0,0	0,0	-0,1	1,3	1,1	1,0
Biens non transformés et autres	-1,3	-1,4	-0,1	-3,4	-2,9	-2,9
Services	0,0	0,0	0,3	1,5	1,2	1,3
Carburants et lubrifiants	5,6	0,2	2,4	7,1	7,3	9,9

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

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



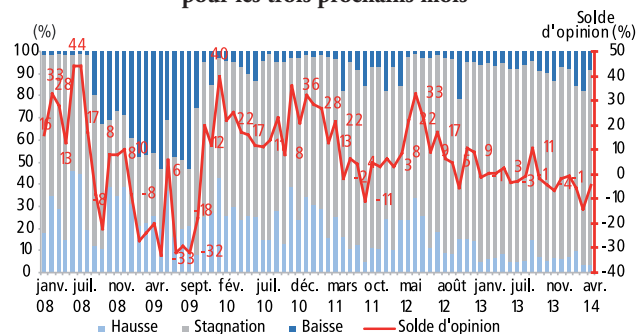
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM.

## 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril 2014, les prix des produits industriels ne devraient pas connaître de variations significatives au cours des trois prochains mois. En effet, 88% des chefs d'entreprises anticipent une stagnation des prix, 8% tablent sur une baisse et 4% sur une hausse (Graphique 5.10).

Les résultats de l'enquête laissent indiquer également une poursuite de la modération de l'inflation aux cours des trois mois qui suivent. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises anticipant une stagnation de l'inflation, s'est établi à 70% en avril, alors que 27% d'entre eux prévoient une accélération du niveau

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

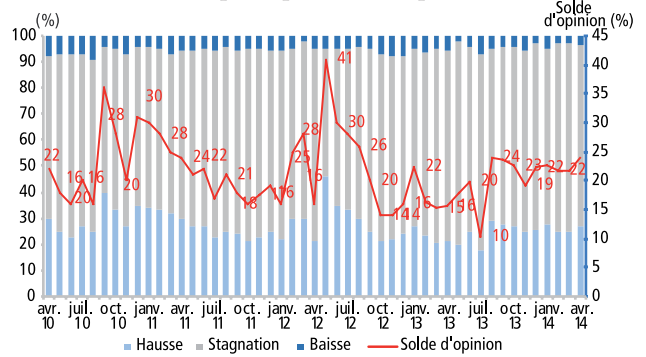


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

général des prix au cours de cette même période (Graphique 5.11).

Par ailleurs, les résultats de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation relative au premier trimestre 2014, montre que les experts du secteur financier s'attendent à une progression modérée de l'inflation à l'horizon de six trimestres, qui devrait passer, selon eux, de 2,3% à 2,4%.

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



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

## 6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

*Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. Ce scénario tient compte des nouvelles dispositions du système d'indexation partielle des prix de certains produits énergétiques telles que prévues par les arrêtés N°3-01-14 et N°31-14 du gouvernement. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, la prévision moyenne s'établissant autour de 1,3%, soit un niveau inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (2%). Au cours de l'année 2014, l'inflation devrait se situer autour de 0,9%. Quant aux trois premiers trimestres de 2015, elle devrait évoluer en moyenne aux environs de 1,5%. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée. Au plan externe, les risques sont liés à une croissance plus faible qu'anticipée chez les principaux pays partenaires et à un éventuel renchérissement des cours internationaux des matières premières énergétiques et des produits de base. Au plan interne, ils proviennent d'une dynamique plus faible qu'attendue de la demande intérieure ainsi que d'un effet plus prononcé que prévu des relèvements des prix des hydrocarbures et du SMIG.*

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

L'inversion de la dynamique de croissance de l'économie mondiale se confirme au fil des trimestres, reflétant la consolidation des fondamentaux dans les pays avancés et l'accentuation des incertitudes chez un grand nombre de pays émergents. En effet, malgré un hiver exceptionnellement rigoureux aux Etats-Unis et l'escalade des tensions géopolitiques en Europe, la production a connu une évolution favorable dans ces économies, bénéficiant de la stabilité des cours des matières premières, du relâchement progressif des ajustements budgétaires et d'une politique monétaire accommodante. Parallèlement, les économies émergentes continuent de pâtir des pressions émanant de l'intensification des inquiétudes des investisseurs suite à l'aggravation des déséquilibres macroéconomiques particulièrement dans les pays qui affichent des taux d'inflation élevés et des déficits courants de plus en plus importants. Aussi, l'amélioration attendue des rendements dans les pays avancés, en lien avec le retrait progressif des mesures non conventionnelles de politique monétaire annoncé par la Fed, pourrait affaiblir davantage les flux de capitaux vers certains pays émergents, accentuant ainsi la volatilité des marchés financiers et les craintes de dépression de leurs monnaies. Néanmoins, le raffermissement

de la reprise aux Etats-Unis, en Europe et au Japon devrait se répercuter favorablement sur les exportations des économies émergentes.

Dans ce contexte, la zone euro devrait enregistrer au 1er trimestre de 2014 un taux de croissance de 0,9% après 0,5% durant le 4ème trimestre de l'année écoulée. Cette estimation reflète l'accélération de la croissance en Allemagne (2,3% au 1er trimestre de 2014 contre 1,4% au 4ème trimestre de 2013), l'évolution favorable de l'activité en France (0,8% aussi bien au 1er trimestre de 2014 qu'au 4ème de 2013), le redressement de la production en Espagne suite à plusieurs trimestres de croissance négative (0,5% après un recul de 0,2% au 4ème trimestre de 2013), ainsi que l'atténuation progressive de la récession en Italie (-0,5% après -0,9% au 4ème trimestre de 2013).

Ces évolutions traduisent principalement un regain de vigueur tant au niveau de la consommation que de l'investissement. En effet, les dépenses des ménages ont augmenté comme en atteste le volume des ventes au détail qui s'est accru de 0,7% au 1er trimestre de 2014 après la baisse de 0,5% enregistré au 4ème trimestre de 2013. De même, le niveau moyen de la production de biens d'équipement, indicateur avancé de l'investissement, a enregistré durant les premiers mois de 2014 une légère progression de 1,2% suite à l'accroissement de 0,8% réalisé au 4ème trimestre de 2013. Aussi et après plusieurs trimestres d'évolution mitigée, la production du

secteur de la construction a légèrement augmenté en début d'année (0,1%), bénéficiant notamment des conditions hivernales relativement favorables en Europe.

En revanche, le profil positif affiché par la croissance dans la zone euro reste bridé par un certain nombre de fragilités. A cet égard, les immatriculations de voitures particulières ont baissé de 2,6% au 1er trimestre de 2014 après une hausse de 5,2% au dernier trimestre de 2013. Aussi, la dernière enquête de la commission européenne auprès des chefs d'entreprises de l'industrie manufacturière a révélé que l'utilisation des capacités productives a diminué au 1er trimestre de 2014 et ce pour la première fois depuis début 2013. Enfin, malgré l'accroissement du volume des échanges internationaux, le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance au 1er trimestre de 2014 en raison d'une évolution plus importante des importations comparativement aux exportations.

Contrairement à la production, les données récentes sur le marché du travail de la zone euro pointent vers une évolution mitigée. D'une part, la légère baisse du taux de chômage, de 12% au 4ème trimestre de 2013 à 11,7% au mois d'avril de l'année en cours, laisserait présager un début d'inversion de sa courbe. D'autre part, de fortes disparités persistent toujours entre les pays. En effet, le faible niveau observé en Allemagne, où le chômage a stagné à 5,2% entre décembre 2013 et avril 2014, contraste avec le taux de 12,6% enregistré en Italie durant la même période et la légère augmentation en France (de 10,2% à 10,4%). L'Espagne, quant à elle, connaît toujours un taux de chômage parmi les plus élevés en Europe, quoique ce dernier continue sur sa trajectoire baissière en passant de 25,6% en décembre 2013 à 25,1% en avril 2014.

Dans ce contexte, l'inflation demeure relativement faible dans la zone euro. Elle évolue toujours à des niveaux inférieurs à l'objectif de la BCE, en raison notamment de la modération des cours des matières premières et de la persistance d'importantes capacités productives sous-utilisées. Ainsi, la tendance baissière des prix, observée à la fin de 2013, s'est prolongée en 2014 dans la

mesure où l'inflation est passée de 0,8% au mois de décembre à 0,5% au mois de mai.

S'agissant de l'économie américaine et en dépit des conditions météorologiques difficiles en début d'année, un taux de croissance de 2% est attendu au 1er trimestre de 2014, soit une baisse comparativement au 4ème trimestre de 2013 où la croissance avait atteint 2,6%. Cette réalisation reflète la bonne tenue des dépenses de consommation privée, de l'investissement résidentiel et des dépenses publiques qui ont compensé la contraction de l'investissement non résidentiel, des stocks et des exportations.

En ligne avec la bonne orientation de l'activité, le marché du travail continue d'afficher un profil favorable aux Etats-Unis. Ainsi, le chômage a reculé de 6,7% en décembre 2013 à 6,3% durant le mois d'avril 2014. Aussi et d'après les perspectives économiques de l'OCDE datant du mois de mai, le chômage de courte durée a presque retrouvé son niveau d'avant crise et les travailleurs auparavant découragés réintègrent de plus en plus le marché de l'emploi.

S'inscrivant dans la continuité de la tendance observée durant les derniers mois, l'inflation a maintenu son évolution haussière aux Etats-Unis en passant de 1,5% en décembre 2013 à 2% au mois d'avril de l'année en cours. Cette tendance s'explique par le rebond des prix de l'énergie, ainsi que le renchérissement, quoique modéré, des prix des produits alimentaires.

Compte tenu de l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds monétaire international, relatives à l'édition du mois d'avril, tablent sur une croissance de l'ordre de 1,2% en 2014 et 1,5% en 2015 pour la zone euro. En ce qui concerne les Etats-Unis, les projections du FMI anticipent des taux de croissance de 2,8% et 3% respectivement pour 2014 et 2015. Au regard des taux communiqués lors du RPM du mois de mars, les prévisions de croissance relatives à l'économie américaine n'ont pas connu de changement, alors que celles de la zone euro ont été légèrement revues à la hausse vu que des taux de croissance de 1% et 1,4% étaient prévus respectivement pour 2014 et 2015.

Les risques baissiers entourant les perspectives de l'activité perdurent, quoique la résilience affichée par les économies avancées ces derniers trimestres ait réduit leur intensité. Ainsi, les faibles taux d'inflation observés particulièrement dans la zone euro suscitent toujours des craintes. Le prolongement de cette tendance pourrait renchérir prématurément les taux d'intérêt réels, alourdir la charge réelle des dettes publiques et privées et accroître les risques de déflation en cas de ralentissement de l'activité. Au niveau du secteur bancaire, les craintes persistent quant à l'insuffisance des réformes engagées en matière de rétablissement de la viabilité des bilans des banques. En effet, dans la mesure où ces réformes visent à rétablir la confiance des marchés et inciter les banques à répercuter l'amélioration de leurs conditions de financement sur les emprunteurs, un succès mitigé de cette politique pourrait compromettre la restructuration de la dette des entreprises dont les bilans demeurent fragiles. S'agissant de la politique monétaire, un retrait plus rapide qu'anticipé des mesures non conventionnelles adoptées par la Fed pourrait exacerber les tensions sur les marchés financiers américains et, par effets de contagion, s'étendre aux autres marchés financiers. Enfin, l'escalade des tensions géopolitiques dans les régions exportatrices de pétrole, du gaz et des produits alimentaires (essentiellement le maïs et le blé) découlerait sur une envolée des cours des matières premières, pouvant compromettre les perspectives d'une croissance mondiale plus vigoureuse.

Dans ce contexte, des taux de croissance moyens pondérés pour les principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) de l'ordre de 1,1% en 2014 et de 1,3% en 2015 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de mars et en ligne avec les développements récents, les prévisions de croissance de nos principaux partenaires ont été légèrement revues à la hausse (des taux de croissance de 0,9% et 1,2% étaient retenus pour 2014 et 2015 respectivement). À rappeler que ces taux sont calculés sur la base d'une moyenne

pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

Au registre des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son dernier Rapport sur la politique monétaire, des taux compris entre 1,4% et 1,6% en 2014 et entre 1,5% et 2% en 2015. De son côté, la BCE prévoit, dans son bulletin du mois de mai, des taux d'inflation de 0,9% pour 2014 et 1,3% pour 2015, en baisse par rapport aux niveaux communiqués précédemment. À moyen terme, les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés en raison des incertitudes entourant l'activité économique, le taux de change et les cours des matières premières.

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

### 6.1.2 Environnement national

Les perspectives de croissance de l'économie nationale pour l'année 2014 demeurent globalement en ligne avec celles du précédent Rapport sur la politique monétaire. La croissance économique a été toutefois légèrement revue à la baisse notamment en raison des incertitudes entourant l'orientation de la demande intérieure. Aussi et après avoir porté la croissance nationale en 2013, la composante agricole afficherait, pour sa part, un profil moyen.

En effet, le Ministère de l'Agriculture et de la Pêche Maritime a annoncé que la production des céréales pour la campagne agricole 2013/2014 devrait atteindre 67,3 millions de quintaux, soit un niveau légèrement au-dessous de l'hypothèse retenue dans le cadre du RPM du mois de mars (70 millions de quintaux). Cette réalisation devrait induire une baisse de la valeur ajoutée agricole en 2014, après la hausse de 19% enregistrée durant l'année 2013.

Pour ce qui est de 2015 et en l'absence de visibilité, l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne est retenue.

S'agissant des activités non agricoles, le redressement attendu, en lien avec l'amélioration des perspectives internationales, semble se confirmer au cours de ce premier semestre. Ainsi, le tourisme connaît une dynamique favorable, comme en atteste la hausse de 3,8% des recettes observée fin avril. De même, les secteurs liés aux nouveaux Métiers Mondiaux du Maroc confirment leurs performances à l'export, la plus remarquable étant celle de l'industrie automobile qui a observé un accroissement d'environ 50% au 1<sup>er</sup> trimestre de 2014. Néanmoins, les secteurs traditionnels (phosphates, BTP et textile) accumulent les contreperformances, prolongeant ainsi les tendances négatives entamées depuis l'année écoulée.

Au plan de la demande, la consommation des ménages continuerait de soutenir la croissance grâce à la modération prolongée des prix, l'évolution positive, bien qu'en décélération, des crédits à la consommation (2,1% au mois d'avril 2014), la reprise anticipée des transferts des MRE et les récentes hausses du SMIG. Pour sa part, l'investissement privé reste entouré d'incertitudes, comme en témoignent la stabilisation du rythme de croissance du crédit à l'équipement (2,7% au mois d'avril) et le fléchissement continu des importations en biens d'équipement (-9% à fin avril). Néanmoins, rompant avec plusieurs trimestres de récession, le retour enfin de la croissance chez les pays partenaires est à même de soutenir les exportations nationales hors phosphates.

Au regard de l'ensemble de ces évolutions, le PIB hors agriculture devrait rebondir à 4% en 2014 après 2,3% une année auparavant. Freinée principalement par la contraction de la valeur ajoutée agricole, la croissance globale s'établirait ainsi entre 2,5% et 3%. Les principales incertitudes qui entourent ces prévisions ont trait à l'ampleur de la reprise de la demande étrangère et ses retombées sur les secteurs traditionnels à l'export, ainsi qu'aux évolutions futures de la demande intérieure.

Concernant le marché du travail, le taux de chômage a enregistré au premier trimestre de 2014 sa troisième hausse consécutive. Les données relatives au 1<sup>er</sup> trimestre de 2014 pointent vers une augmentation du taux de chômage de 0,8%, en glissement annuel, s'établissant ainsi à 10,2% au lieu de 9,4% au 1<sup>er</sup> trimestre de 2013. Cette évolution retrace l'accroissement du chômage urbain qui a progressé de 0,9% pour se situer à 14,6% et rural qui s'est établi à 5,1%, soit une progression de 0,7%.

Toutefois et selon les résultats trimestriels de la dernière enquête de conjoncture de BAM, les industriels anticipent globalement une quasi-stagnation de l'effectif employé pour le trimestre en cours, couvrant une stabilité dans les industries chimique et para-chimique, agroalimentaire et textile, et une légère baisse de l'emploi dans les secteurs mécanique et électronique. Aussi, conformément aux décisions prises dans le cadre du dialogue social, le scénario central de cet exercice de prévision intègre la hausse de 10% du SMIG annoncée par le gouvernement (5% en juillet 2014 et 5% en juillet 2015).

Enfin et en lien avec l'amélioration des conditions de l'offre et la modération de la croissance chez les pays émergents, la Banque Mondiale a légèrement revu à la baisse, dans son édition du mois d'avril, ses projections relatives au prix du baril du pétrole qui s'établissent désormais à 103 et 99 dollars au titre de 2014 et 2015, au lieu de 103,5 et 99,8 dollars le baril communiqués précédemment. Pour sa part, le FMI a légèrement revu à la hausse, dans son actualisation du mois d'avril, sa prévision du cours du baril pour 2014 qui est passée de 103,8 à 104,1 dollars, tandis que celle de 2015 a été revue à la baisse en passant de 98,4 dollars à 97,9 dollars. Globalement, ces prévisions demeurent toujours entachées d'incertitudes en raison de la persistance des perturbations de la production en Lybie et d'une éventuelle escalade des tensions liées à la crise de l'Ukraine.

Dans ces conditions, et en tenant compte des nouvelles dispositions du système d'indexation, telles que prévues dans l'arrêté du Chef du

Gouvernement n°3.01.14 datant du 15 janvier 2014, le prix du gasoil à la pompe devrait connaître une augmentation progressive durant l'année 2014.

## 6.2 Prévission d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévission centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1,3%, soit un niveau inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (2%). De même, la prévission de l'inflation pour l'année 2014 fait ressortir un taux moyen de 0,9%, en baisse par rapport à celui prévu dans l'exercice de mars. Au cours du premier trimestre de l'année 2015, la prévission de l'inflation devrait se situer autour de 1,6%, soit un niveau inférieur à celui communiqué lors du dernier exercice. S'agissant du deuxième trimestre, l'inflation devrait se situer à 1,5%, au lieu de 2,3%, prévu au RPM précédent et stagnera à la même valeur au 3ème trimestre de 2015.

Ces prévissions 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 prévission, 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 prévission, représentée sous la forme d'un fan chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévission centrale (voir Graphique 6.1).

La balance des risques entourant le scénario central de cet exercice est globalement équilibrée. Au plan externe, les risques sont liés à une croissance plus faible qu'anticipée chez les principaux pays partenaires et à d'un éventuel renchérissement des cours internationaux des matières premières énergétiques et des produits de base. Au plan interne, ils proviennent d'une dynamique plus faible qu'attendue de la demande intérieure ainsi que d'un effet plus prononcé que prévu des relèvements des prix des hydrocarbures et du

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

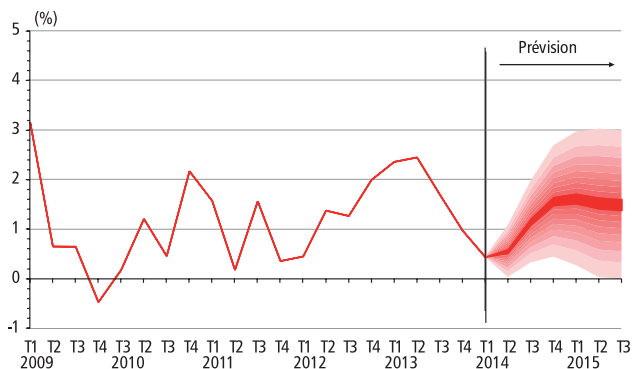
Tableau 6.1 : Prévissions de l'inflation pour 2014 T2 –2015 T3

	2014			2015			Moyenne 2014	HP*
	T2	T3	T4	T1	T2	T3		
Prévission centrale (%)	0,6	1,2	1,6	1,6	1,5	1,5	0,9	1,3

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévission

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2014 T2 - 2015 T3 (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 prévission 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 prévission centrale, ceci signifie que l'on a 50% de chance que la réalisation future se situe dans cette fourchette.

بنك المغرب  
بنك المغرب



Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGRIB**

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