



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 30 / 2014

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 mars 2014





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 mars 2014

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
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

<b>Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés</b> .....	<b>5</b>
<b>Communiqué de presse</b> .....	<b>9</b>
<b>Aperçu général</b> .....	<b>11</b>
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale</b> .....	<b>15</b>
1.1 Production .....	15
1.2 Consommation .....	18
1.3 Investissement .....	19
1.4 Comptes extérieurs .....	21
<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 .....	41
<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 .....	48
5.5 Anticipations d'inflation .....	48
<b>6. Perspectives de l'inflation</b> .....	<b>49</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	49
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	52

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance du PIB T4 2013-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 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des transferts MRE .....	18
Graphique 1.8	: Évolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages, de la valeur ajoutée agricole et des crédits à la consommation .....	18
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement.....	19
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires .....	19
Graphique E1.1.1	: Soldes du budget .....	20
Graphique E1.1.2	: Recettes ordinaires.....	20
Graphique E1.1.3	: Dépenses globales.....	20
Graphique 1.11	: Evolution des exportations .....	21
Graphique 1.12	: Evolution des importations, .....	21
Graphique 1.13	: Evolution des exportations des phosphates .....	22
Graphique 1.14	: Evolution des importations du pétrole brut .....	22
Graphique 2.1	: Output gap non agricole.....	23
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.3	: Solde d'opinion relatif à l'évolution 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 des salaires moyens dans le secteur privé en termes nominal et réel .....	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 .....	32
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'importation des produits alimentaires .....	33
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'importation des produits miniers .....	33
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'importation des demi-produits .....	33
Graphique 3.19	: Evolution de l'IPM .....	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.....	36

Graphique E 4.1.1 : Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	36
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité <sup>1</sup> et TMP du marché monétaire interbancaire.....	36
Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires.....	37
Graphique E 4.1.4 : Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	37
Graphique E 4.1.5 : Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	37
Graphique E 4.1.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP 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.....	41
Graphique 4.16 : Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	42
Graphique 4.17 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	42
Graphique 4.18 : Evolution des indices boursiers.....	42
Graphique 4.19 : Evolution depuis le début de l'année, des indices sectoriels .....	42
Graphique 4.20 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents et frontiers au quatrième trimestre 2013 .....	43
Graphique 4.21 : Evolution l'encours des bons du Trésor .....	43
Graphique 4.22 : 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 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 .....	46
Graphique 5.5 : Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	46
Graphique 5.6 : Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	47
Graphique 5.7 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	47
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	48
Graphique 5.9 : 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 pour les trois prochains mois.....	48
Graphique 5.11 : Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois .....	48
Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2014 T1 - 2015 T2 .....	53

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité .....	15
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale au mois de janvier 2014 .....	21
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage .....	24
Tableau 3.1 : Profil trimestriel de la croissance .....	28

Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance .....	29
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage .....	30
Tableau 3.4	: Futures du prix du pétrole .....	30
Tableau 3.5	: Evolution récente de l'inflation dans le monde .....	32
Tableau 3.7	: Evolution de l'IPM .....	34
Tableau 4.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	35
Tableau 4.2	: Taux créditeurs .....	36
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions .....	43
Tableau 5.1	: Evolution de l'inflation et 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 .....	47
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2014 T1 –2015 T2 .....	53

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Exécution budgétaire à fin janvier 2014.....	20
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 25 mars 2014

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 25 mars 2014.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du deuxième trimestre 2015.
3. Au niveau international, le Conseil a noté la poursuite de l'amélioration de la conjoncture dans les économies avancées. La croissance, en glissement annuel, s'est relativement raffermie aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon et a été positive dans la zone euro, pour la première fois depuis le premier trimestre 2013. Dans les principaux pays émergents, elle a décéléré au quatrième trimestre en Chine, en Inde et au Brésil. Sur le marché du travail, les dernières données disponibles montrent que le redressement de l'emploi se poursuit aux États-Unis, alors que dans la zone euro, le taux de chômage persiste autour de 12%. S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE et la Réserve fédérale américaine ont maintenu, lors de leurs dernières réunions, leur taux inchangé, mais cette dernière a réduit de nouveau son programme mensuel de rachats d'actifs. Par ailleurs, face à la persistance des pressions sur l'inflation et sur leurs monnaies nationales, plusieurs banques centrales de pays émergents ont procédé au relèvement de leur taux directeur. Les conditions financières sont demeurées globalement accommodantes dans les marchés avancés, avec toutefois quelques tensions au niveau du compartiment boursier. Pour ce qui est du crédit bancaire, il a poursuivi sa contraction dans la zone euro, enregistrant une baisse de 2,2%, en glissement annuel, en janvier et a légèrement accéléré aux États-Unis, avec une progression de 2% en février. Sur le marché des matières premières, hormis les produits énergétiques, avec notamment un prix du Brent en hausse mensuelle de 0,8% à 108,8\$/b en février, les cours restent orientés à la baisse. Cette évolution a contribué au maintien de niveaux bas d'inflation dans les principaux pays avancés, avec un taux de 0,7% dans la zone euro et de 1,1% aux États-Unis au mois de février.
4. Au niveau national, la croissance s'est établie à 4% au troisième trimestre 2013, avec une progression de 19,9% de la valeur ajoutée agricole, celle des activités non agricoles ayant décéléré à 1,7%, contre 2,4% un trimestre auparavant et 4,5% en moyenne en 2012. Ce ralentissement s'explique principalement par les contractions enregistrées dans les industries extractives et de transformation, ainsi que dans le BTP, conjuguées à une décélération des activités tertiaires. Pour l'ensemble de l'année 2013, la croissance devrait se situer entre 4,5% et 5%, avant de revenir à un rythme entre 2,5% et 3,5% en 2014. Elle serait impactée par la baisse prévue du PIB agricole, qui serait partiellement compensée par le redressement des branches non agricoles dont la progression est prévue autour de 4%, avec toutefois des incertitudes importantes entourant les activités non marchandes, la construction et l'industrie extractive. Dans ces conditions, l'output gap non agricole continuerait d'afficher des valeurs négatives, laissant présager, globalement, l'absence de pressions sur les prix à court terme. La lenteur de la croissance non agricole en 2013 n'a pas manqué d'impacter le marché du travail en milieu urbain qui a enregistré une perte de 32.000 emplois au quatrième trimestre et une hausse du taux de chômage de 1,2 point en glissement annuel à 14,4%, portant ainsi son niveau pour l'ensemble de l'année à 14%.
5. Sur le plan des finances publiques, l'exécution à fin février 2014 indique un creusement du déficit à 19,7 milliards de dirhams, au lieu de 13,7 milliards de dirhams à fin février 2013. Les dépenses globales ont enregistré une hausse de 7,8%, liée à celles de 27,8% de l'investissement, de 4,2% des charges de compensation et de 7,8% des autres biens et services. En parallèle, les recettes ordinaires ont marqué une amélioration de 7,4%, reflétant des hausses de 1,4% des rentrées fiscales et de 2,1 milliards de dirhams des recettes en dons. Sur l'ensemble de l'année 2014, la loi de finances table sur une atténuation du déficit budgétaire à 4,9% du PIB, après 5,4% en 2013.
6. Au niveau du compte extérieur, après un allègement de 3,2% en 2013, les données à fin février 2014 montrent un creusement du déficit commercial de 4,7% par rapport à la même période de 2013. Sous l'effet d'une augmentation significative des approvisionnements en céréales, qui a plus que compensé la baisse des acquisitions en biens d'équipement, les importations ont progressé de 3,8%. En parallèle, les exportations se sont accrues de 2,8%, résultat d'une diminution de 18,1% des ventes

de phosphates et dérivés et d'une hausse de 7,6% des autres exportations, tirées par celles de la branche de la construction automobile qui ont plus que doublé en une année. Quant aux transferts des MRE et aux recettes voyages, ils ont accusé des baisses respectives de 3,3% et de 0,9%. Sur la base des évolutions prévues de l'ensemble de ces variables et des recettes en dons, le déficit du compte courant devrait se situer autour de 7,5% du PIB à fin 2014, contre 7,8% à fin 2013. Pour ce qui est des IDE, leur flux net s'est inscrit en contraction de 6,7 milliards de dirhams, imputable en partie à un effet de base lié à leur volume exceptionnel du début de l'année 2013. Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales s'est établi à 151,3 milliards de dirhams à fin février 2014, soit l'équivalent de 4 mois et 10 jours d'importations de biens et services et devrait se maintenir à ce niveau d'ici la fin de l'année.

7. Pour ce qui est de la sphère monétaire, les données du mois de février montrent la poursuite du ralentissement du rythme d'accroissement des agrégats de la monnaie et le maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif, indiquant une absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme. Ainsi, à fin février, la croissance de M3 s'est établie à 2,7% après 4,3% au quatrième trimestre de 2013, et celle du crédit bancaire est restée à son niveau moyen observé en 2013, soit 3%. Au terme de l'année 2014, sur la base des données disponibles aussi bien au niveau de l'offre que de la demande, la croissance du crédit devrait se situer autour de 4%. Concernant les taux débiteurs, bien que le taux interbancaire se soit stabilisé autour du taux directeur, ils se sont légèrement appréciés au quatrième trimestre 2013, tirés par ceux assortissant les crédits à la trésorerie. Par ailleurs, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié de 0,2% en termes nominaux par rapport au trimestre précédent, alors qu'il est resté quasiment inchangé en termes réels.
8. S'agissant de l'indice des prix des actifs immobiliers, sous l'effet de la baisse de 1,7% en glissement annuel des prix des biens résidentiels, il s'est replié de 1,4% au quatrième trimestre 2013, après une progression de 0,6% un trimestre auparavant.
9. Dans ces conditions, l'inflation, mesurée par la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation, s'est établie à 1% en moyenne au quatrième trimestre 2013, avant de revenir à 0,5% en janvier et 0,4% en février 2014. Sa composante sous-jacente s'est stabilisée à 1,3% durant les deux derniers mois, en liaison avec la stagnation de l'inflation des biens non échangeables à 1% et la légère hausse de celle des biens échangeables à 1,5%, après 1,4% en janvier. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur baisse en janvier au même rythme que celui enregistré en moyenne au quatrième trimestre, soit 2,4%.
10. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, et compte tenu des décisions récemment prises par le Gouvernement en lien avec l'indexation des prix de certains produits pétroliers, l'inflation devrait se situer en moyenne à 1,8% en 2014, à 2,3% au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2015 et à 2% sur cet horizon.
11. Dans ce contexte caractérisé par une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme et une balance des risques globalement équilibrée, le Conseil a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%.
12. Par ailleurs, notant la persistance de besoins importants de liquidité sur le marché monétaire, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 2 points de pourcentage, pour le ramener à 2%.
13. Le Conseil a analysé et approuvé, après avis du Comité d'audit, les comptes de la Banque et le rapport de gestion, ainsi que l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2013.
14. Le Conseil a enfin passé en revue et approuvé le programme numismatique de l'exercice 2014.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

En ce début d'année 2014, l'économie mondiale continue d'être caractérisée par la poursuite de l'amélioration de la conjoncture économique, entamée depuis le deuxième trimestre de 2013 dans les pays avancés. Ainsi, la croissance, en glissement annuel, s'est accélérée entre le troisième et le quatrième trimestre 2013 de 2% à 2,5% aux Etats-Unis, de 1,9% à 2,7% au Royaume-Uni et de 2,4% à 2,7% au Japon. Dans la zone euro, elle s'est améliorée à 0,5% après une contraction de 0,3%, tirée par une accélération de la croissance en Allemagne et en France et par une atténuation de la contraction en Italie et en Espagne. Dans les pays émergents, la croissance a légèrement décéléré au quatrième trimestre, s'établissant à 7,7% en Chine, à 4,7% en Inde et à 1,9% au Brésil. Sur le marché du travail, les dernières données disponibles montrent une poursuite de l'amélioration aux Etats-Unis, avec un taux chômage de 6,7% en février, alors que dans la zone euro, la reprise de l'activité tarde à se transmettre à l'emploi, ce taux persistant globalement autour de 12%. Pour ce qui est des perspectives, le FMI et la Commission Européenne ont revu à la hausse leurs prévisions de croissance mondiale à 3,7% en 2014 et à 3,9% en 2015.

Sur les marchés des capitaux, à l'exception du compartiment boursier, des signes d'apaisement sont enregistrés au niveau des économies avancées, avec une détente des taux souverains notamment au niveau des pays périphériques de la zone euro. En revanche, le crédit bancaire poursuit sa contraction, observée depuis mai 2012, dans la zone euro et légèrement accéléré aux Etats-Unis, avec un rythme de 2% en février. Dans les principaux pays émergents, les taux obligataires se sont globalement stabilisés entre janvier et février mais leur évolution reste entourée de fortes incertitudes, en liaison avec le manque de visibilité quant au rythme de sortie de la politique d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale américaine, situation qui continue de faire peser de fortes pressions sur les monnaies de plusieurs d'entre eux.

Sur le marché des matières premières, hormis les produits énergétiques avec notamment un prix du Brent en hausse mensuelle de 0,8% en février, les cours restent orientés globalement à la baisse. Dans ces conditions, l'inflation est revenue en février de 0,8% à 0,7% dans la zone euro et de 1,6% à 1,1% aux Etats-Unis.

Ces évolutions laissent entrevoir pour le Maroc l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine externe au cours des prochains trimestres.

Au niveau national, la croissance s'est établie à 4,0% au troisième trimestre de 2013, avec une progression de 19,9% de la valeur ajoutée agricole, celle des activités non agricoles ayant décéléré à 1,7%, contre 2,4% un trimestre auparavant et 4,5% en moyenne en 2012. Ce ralentissement s'explique principalement par la contraction de la valeur ajoutée des activités secondaires, avec une baisse de 0,1% dans l'industrie de transformation, de 3,2% dans l'industrie extractive et de 0,2% dans le BTP, conjuguée à une décélération des activités tertiaires. Pour l'ensemble de l'année 2013, la croissance devrait se situer entre 4,5% et 5% avant de décélérer à un rythme entre 2,5% et 3,5% en 2014. Cette évolution tiendrait dans une large mesure à la baisse prévue du PIB agricole qui serait partiellement compensée par le redressement des branches non agricoles qui devraient, en lien avec un effet de base, enregistrer une progression autour de 4%, avec toutefois des incertitudes importantes concernant les activités non marchandes, la construction et l'industrie extractive. La décélération des activités non agricoles en 2013 s'est fait lourdement sentir sur le marché du travail en milieu urbain où la situation s'est significativement dégradée, notamment au quatrième trimestre avec une perte de 32.000 emplois et une hausse du taux de chômage de 1,2 point à 14,4%, portant ainsi son niveau pour l'ensemble de l'année 2013 à 14%.

Dans ce contexte, l'output gap continuerait, au cours de prochains mois, à évoluer à des niveaux inférieurs à zéro, un résultat corroboré par les données de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib

qui font ressortir en janvier un taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie inférieur à sa moyenne historique. Parallèlement, la croissance de la consommation finale nationale a ralenti à 3,8% au troisième trimestre après 4,2% un trimestre auparavant. Cette décélération devrait se poursuivre à court terme au vu de la baisse des transferts des MRE qui s'est poursuivie à fin février, du recul de l'indice de confiance des ménages et de la hausse du taux de chômage au quatrième trimestre 2013. Dans le même sens, le rythme des investissements a décéléré à 0,5% au troisième trimestre 2013 après 2,4% un trimestre auparavant.

Au plan des finances publiques, après une importante baisse du déficit budgétaire en 2013, de 7,3% à 5,4% du PIB, l'exécution budgétaire au titre du mois de janvier 2014 fait ressortir un excédent de 2,8 milliards. Ce résultat s'explique, d'une part, par l'amélioration de 13,7% à 20,7 milliards des recettes ordinaires et, d'autre part, par la baisse des dépenses, en dépit d'une hausse de la masse salariale et de l'investissement. Sur l'ensemble de l'année 2014, la loi de finances table sur une atténuation du déficit budgétaire à 4,9%.

S'agissant du compte extérieur, après un allègement de 3,2% en 2013, le déficit commercial s'est creusé de 4,7% à fin février. Sous l'effet d'une augmentation significative des approvisionnements en céréales, qui a plus que compensé la baisse des acquisitions en biens d'équipement, les importations ont progressé de 3,8%, rythme plus rapide que celui de 2,8% enregistré par les exportations. L'évolution de ces dernières recouvre une diminution de 18,1% des ventes de phosphates et dérivés et une hausse de 7,6% des autres exportations, notamment celles de la branche construction automobile qui ont plus que doublé par rapport à la même période de 2013. En parallèle, les transferts des MRE et les recettes voyages ont accusé des baisses respectives de 3,3% et de 0,9% à fin février. Sur la base des évolutions prévues de ces variables et des recettes en dons, le déficit du compte courant devrait se situer autour de 7,5% à fin 2014, en légère amélioration par rapport à 2013. Pour ce qui est des IDE, leur flux net s'est contracté de 6,7 milliards, s'établissant à 4,1 milliards de dirhams à fin février. Toutefois, compte non tenu des opérations remarquables réalisées début 2013 dans l'agroalimentaire, ce flux auraient été en hausse de 18,6%.

Dans ces conditions, l'encours des réserves internationales s'est établi à 151,3 milliards de dirhams à fin février 2014, soit l'équivalent de 4 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

Pour ce qui est de la sphère monétaire, les données du mois de février montrent la poursuite du ralentissement du rythme d'accroissement des agrégats de la monnaie et le maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif, indiquant une absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme. Ainsi, la croissance de M3 s'est établie à 2,7% à fin février après 4,3% au quatrième trimestre de 2013, et celle du crédit bancaire est revenue de 3% en 2013 à 2,8% à fin février. Au terme de l'année 2014, sur la base des données disponibles aussi bien au niveau de l'offre que de la demande, la croissance du crédit devrait se situer autour de 4%. Concernant les taux débiteurs, bien que le taux interbancaire se soit stabilisé autour du taux directeur, ils se sont légèrement appréciés au quatrième trimestre 2013, tirés par ceux assortissant les crédits à la trésorerie. Par ailleurs, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié de 0,2% en termes nominaux par rapport au trimestre précédent, alors qu'il est resté quasiment inchangé en termes réels.

Sur le marché immobilier, en raison de la baisse de 1,7% des prix du résidentiel, l'indice des prix des actifs s'est replié, au quatrième trimestre 2013, de 1,4% en glissement annuel, après une progression de 0,6% un trimestre auparavant.

Dans ces conditions, l'inflation, mesurée par la variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation, s'est établie à 1% en moyenne au quatrième trimestre 2013, avant de revenir à 0,5% en janvier et 0,4% en février 2014. Sa composante sous-jacente s'est stabilisée à 1,3% durant les deux

---

derniers mois, en liaison avec la stagnation de l'inflation des biens non échangeables à 1% et la légère hausse de celle des biens échangeables à 1,5% après 1,4% en janvier. Par ailleurs, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur baisse en janvier au même rythme que celui enregistré en moyenne au quatrième trimestre, soit 2,4%.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, et compte tenu des décisions récemment prises par le Gouvernement concernant l'indexation des prix de certains produits pétroliers, l'évolution future de l'inflation ressort globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. La prévision moyenne a été légèrement révisée à la baisse à 1,8% en 2014 et devrait s'établir à 2,3% au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2015, et à 2% en moyenne sur la période. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2%.

بنك المغرب  
بنك المغرب

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

La croissance nationale se serait établie à 4,8% au quatrième trimestre 2013, reflétant une croissance non agricole de 2,2% et une progression de 24,5% de la valeur ajoutée agricole. L'essoufflement des activités non agricoles est imputable essentiellement à l'atonie de la demande étrangère adressée aux secteurs les plus orientés vers l'exportation, au maintien des tensions sur les cours mondiaux des matières premières ainsi qu'à l'orientation budgétaire restrictive qui n'a pas manqué d'impacter la croissance, à travers notamment la décélération de la consommation et de l'investissement publics. La consommation finale des ménages resterait toutefois résiliente, à la faveur de l'amélioration des revenus agricoles. Globalement, les prévisions de la croissance restent inchangées, dans une fourchette comprise entre 4,5% et 5% pour 2013 et autour de 3% pour 2014. Ces prévisions indiquent un recul de la valeur ajoutée agricole et un redressement de près de 4% des activités non agricoles en 2014. Toutefois, cette relative reprise reste entourée d'importantes incertitudes, notamment au niveau des activités non marchandes, de la construction et de l'industrie extractive.

### 1.1 Production

La croissance nationale s'est située à 4% au troisième trimestre 2013, recouvrant une amélioration de 19,9% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 1,7% du PIB non agricole. Au quatrième trimestre, elle aurait atteint 4,8% selon les prévisions de la Banque, à la faveur notamment d'une hausse de 24,5% de la valeur ajoutée agricole et de 2,2% du PIB non agricole.

Au premier trimestre 2014, les dernières données disponibles laissent entrevoir une décélération de la croissance du PIB à 3,1%, sous l'effet notamment d'un recul de 3,5% de la valeur ajoutée agricole. Les activités non agricoles devraient, toutefois, afficher une relative amélioration de 3,6%.

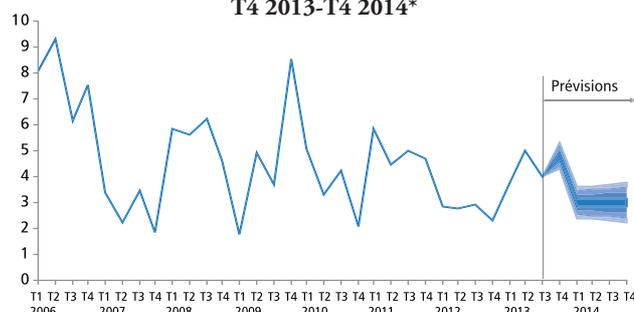
Au plan sectoriel, le démarrage de la campagne agricole 2013-2014 se déroule dans des conditions climatiques caractérisées, selon les données arrêtées au 10 mars 2014, par une baisse de 37,7% en glissement annuel du volume des précipitations et un taux de remplissage des barrages à usage agricole de 71,3% en moyenne au lieu de 84,8% un an auparavant. Toutefois, les premières prévisions de la production céréalière indiquent un niveau dépassant 70 millions de quintaux au titre de l'actuelle campagne. Pour ce qui est de l'activité de la pêche côtière et artisanale, les débarquements ont accusé un repli, en volume, de 3,4% au mois de janvier 2014, avec notamment une régression de 44,6% des céphalopodes et une quasi-stagnation du volume des poissons pélagiques.

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

Branches d'activités	2011		2012		2013			2014		
	TIV	TI	TH	TIV	TI	TH	TIV <sub>p</sub>	TI <sub>p</sub>		
Agriculture	4,3	-8,3	-9,5	-8,5	-9,1	17,7	22,8	19,9	24,5	-3,5
<b>VA non agricole</b>	<b>5,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,3</b>
Industrie extractive	9,5	-5,0	-5,0	4,7	-3,6	-3,6	0,1	-3,2	-3,7	-4,2
Industrie de transformation	3,5	2,9	1,4	1,4	0,1	0,5	0,8	-0,1	0,4	0,6
Electricité et eau	12,1	11,3	9,0	9,9	-1,9	-4,2	-0,9	1,9	4,9	4,6
Bâtiment et travaux publics	7,0	5,0	3,5	-0,5	0,7	-5,9	-4,6	-0,2	-0,6	-1,7
Commerce	4,9	3,2	2,7	2,0	1,4	2,3	3,7	3,1	3,0	2,7
Hôtels et restaurants	-6,8	-4,8	3,9	2,7	8,7	3,7	5,1	4,4	4,5	3,9
Transports	3,9	2,8	4,2	2,5	5,3	0,2	2,7	2,9	2,8	3,0
Postes et télécommunications	23,0	23,7	22,4	27,1	28,6	14,7	11,5	8,9	8,5	8,5
Administration publique générale et sécurité sociale	4,5	7,4	6,9	6,3	6,1	6,3	6,3	2,0	2,5	4,7
Autres services*	4,4	5,1	5,5	5,4	5,8	2,5	2,8	2,2	2,2	3,5
Impôts sur les produits nets des subventions	1,4	5,6	5,7	4,5	4,8	1,0	2,4	2,8	2,8	2,8
<b>PIB hors agriculture</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,6</b>
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>4,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,1</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 T4 2013-T4 2014\*



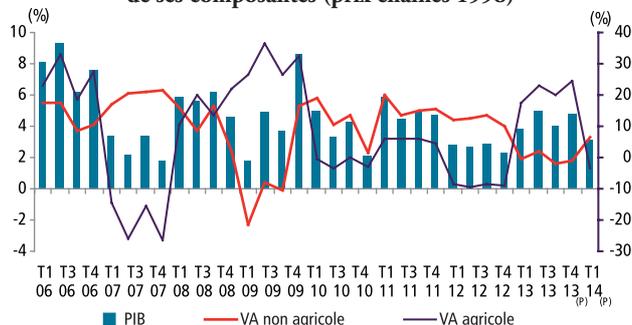
(\*) Eventails en fonction de l'écart type  
Sources : HCP et prévisions de BAM.

En ce qui concerne les activités non agricoles, la valeur ajoutée de l'industrie extractive aurait diminué de 3,7% au quatrième trimestre 2013, après un recul de 2,2% en moyenne au cours des trois premiers trimestres. En effet, le volume de la production marchande de phosphate brut a fléchi de 3,5%, après une baisse de 4,6% au troisième trimestre, et celui des exportations a baissé de 13,6%. En outre, le cours du phosphate brut s'est fortement replié de 40,5% au quatrième trimestre pour s'établir à 101 dollars la tonne en décembre 2013 contre 185 dollars une année auparavant. En 2014, les données relatives au mois de janvier indiquent une diminution de 1,4% du volume des exportations de phosphate tandis que la production s'est légèrement accrue de 0,5% en glissement annuel. Le prix du phosphate brut a, quant à lui, baissé de 42,9%. Au total, les évolutions constatées laissent prévoir une poursuite de la contraction de la valeur ajoutée de l'activité minière au premier trimestre 2014.

De son côté, la valeur ajoutée des industries manufacturières aurait progressé de 0,4% au quatrième trimestre, soit une hausse moyenne de 0,4% en 2013, nettement inférieure à sa performance de long terme. Après trois trimestres de baisses consécutives, les ventes d'électricité à haute et moyenne tension, destinées principalement aux industriels, se sont redressées de 3,9% au quatrième trimestre. En 2014, l'activité industrielle serait soutenue en partie par la bonne tenue des activités du secteur automobile, dont les exportations se sont accrues de 43,7% à fin février 2014. Cette reprise reste toutefois fragile, conditionnée par le regain du dynamisme des autres secteurs et la vigueur du rétablissement des débouchés européens. Par ailleurs, les appréciations des industriels, selon l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de février 2014, font état d'une baisse de leur activité par rapport au mois précédent et d'une stabilité du taux d'utilisation des capacités de production autour de 68%. S'agissant des perspectives d'évolution, la production et les nouvelles commandes devraient s'améliorer selon les chefs d'entreprises enquêtés.

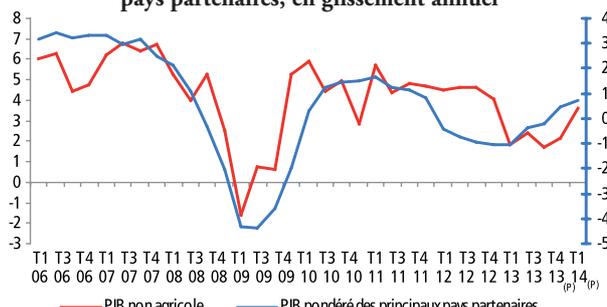
En parallèle, la valeur ajoutée de la branche «électricité et eau» se serait renforcée de 4,9% au quatrième trimestre, après 1,9% au

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



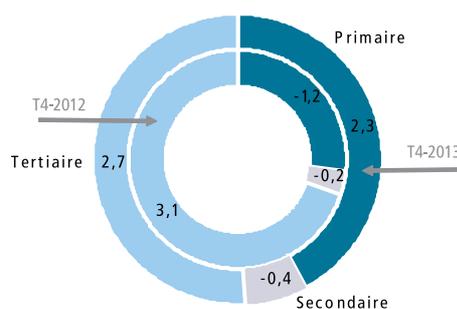
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

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.

trimestre précédent. Cette évolution tiendrait principalement à l'accroissement de 8,1% de la production nette locale de l'ONEE et de 4,5% de ses ventes totales, après un léger recul de 0,3% un trimestre auparavant. Au premier trimestre 2014, la croissance de cette branche resterait dynamique, sous l'hypothèse d'une poursuite de l'évolution observée à fin février 2014, avec notamment des hausses de 4,4% et de 1,2% de la production et des ventes d'électricité.

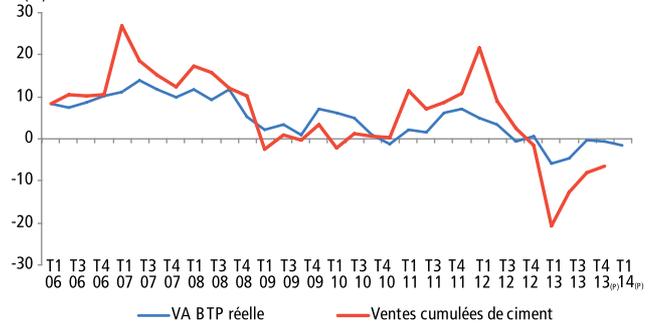
S'agissant du BTP, sa valeur ajoutée aurait reculé de 0,6% au quatrième trimestre 2013, après une baisse de 0,2% au trimestre précédent. Après un rebond de 3,4% au troisième trimestre, les ventes de ciments ont quasiment stagné au quatrième trimestre. Au début de 2014, les perspectives du secteur immobilier restent négatives, avec notamment un repli de 9,1% des ventes de ciment à fin février, après un recul de 18,4% à la même période une année auparavant.

Du côté des activités tertiaires, la valeur ajoutée des postes et télécommunications aurait cru de 8,5% au quatrième trimestre 2013, après 8,9% au troisième trimestre. Les dernières données disponibles à fin décembre 2013 indiquent une croissance de 8,7% du parc de la téléphonie mobile et de 46% de celui d'internet. Au premier trimestre 2014, la branche devrait maintenir son rythme de progression, l'indice des prix de la section communication ayant poursuivi sa baisse de 9% au mois de février 2014. Les valeurs ajoutées des branches du commerce et du transport, étroitement liées aux autres secteurs, devraient progresser de près de 3% au premier trimestre 2014.

La valeur ajoutée de la branche « hôtels et restaurants » aurait augmenté de 4,5% au quatrième trimestre 2013, soit un rythme similaire à celui enregistré au cours des trois premiers trimestres. En 2014, les données relatives au mois de janvier font ressortir des hausses respectives de 9,6% et de 9,2%, en glissement annuel, des arrivées touristiques et des nuitées dans les établissements classés. Dans l'hypothèse d'une poursuite de cette orientation, la croissance de la valeur ajoutée de la branche s'établirait à 3,9% au premier trimestre 2014.

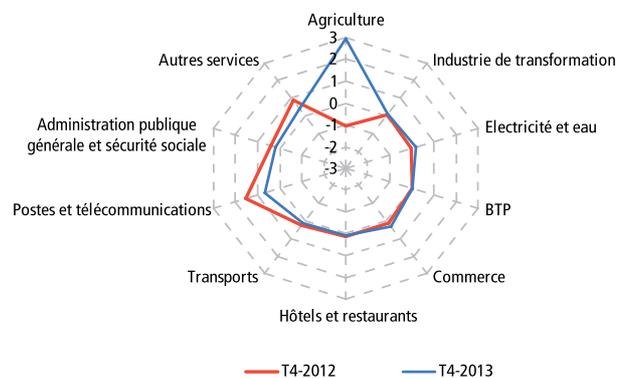
Sur l'ensemble de l'année 2014, les perspectives de croissance demeurent inchangées par

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



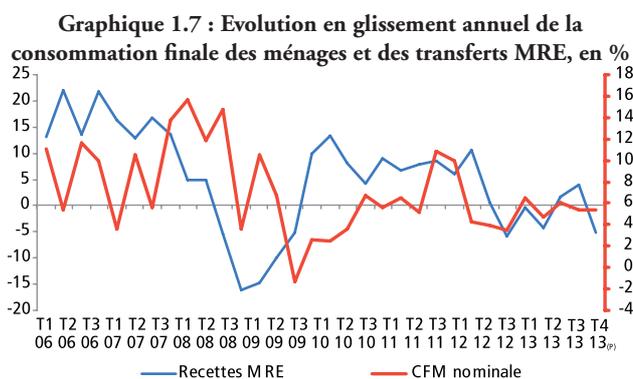
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

rapport au dernier RPM de décembre 2013. La croissance nationale devrait s'établir aux alentours de 3%, recouvrant une baisse de la valeur ajoutée agricole et un relatif redressement à près de 4% de la croissance non agricole. Nombreuses incertitudes pèsent sur ces prévisions, notamment celles liées au degré de la matérialisation des risques à la baisse de la valeur ajoutée agricole et à la vigueur de la reprise des activités non agricoles, qui reste largement dépendante des tensions sur les cours mondiaux des matières premières, de l'ampleur de la reprise dans la zone euro et de la capacité des opérateurs nationaux à en tirer profit.

## 1.2 Consommation

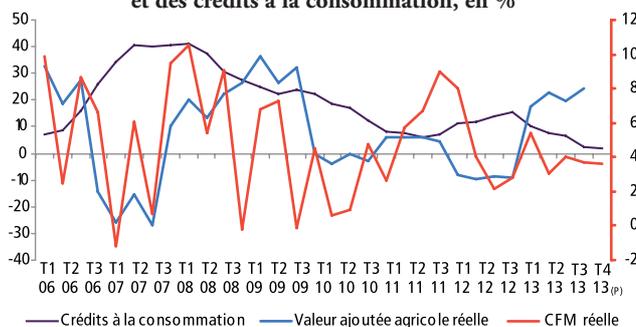
En glissement annuel, la consommation finale nationale a enregistré au troisième trimestre 2013 une relative décélération de son rythme de croissance à 3,8% après 4,2% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre le ralentissement de ses deux composantes, en l'occurrence, la consommation des ménages et celle des administrations publiques. La croissance de cette dernière a poursuivi sa tendance baissière entamée au premier trimestre 2013 pour se situer à 4,3%.

De son côté, la croissance de la consommation des ménages s'est inscrite en ralentissement pour s'établir à 3,7% au troisième trimestre après 4% au trimestre précédent, mais elle reste à un niveau supérieur à la performance enregistrée en 2012. Cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. En effet, les résultats de l'enquête de conjoncture auprès des ménages, menée par le HCP, indiquent qu'au quatrième trimestre 2013, l'indice de confiance des ménages a accusé une baisse de 4,2 points par rapport à la même période de l'année précédente et de 1,2 point en variation trimestrielle. La hausse du taux de chômage à 9,5% au quatrième trimestre 2013, devrait impacter négativement le comportement de consommation des ménages. En effet, le taux de chômage urbain est passé de 13,2% à 14,4%, résultat d'une perte d'emplois de 32.000 postes. En outre, les données monétaires indiquent que les crédits à la consommation ont enregistré un net ralentissement passant, en une année, de 7,3% à 2% à fin février 2014 tandis que les indicateurs des échanges extérieurs font



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

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



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

ressortir une baisse de 3,3% des transferts des MRE.

Au niveau de la consommation publique, les dernières données disponibles afférentes à la situation des charges et ressources du Trésor font ressortir une baisse de 2,3% des dépenses de fonctionnement à fin janvier. Cette évolution recouvre une progression des dépenses de personnels de 2,4% et un recul de celles au titre des autres biens et services de 10,6%.

### 1.3 Investissement

En termes réels, l'investissement a enregistré un ralentissement durant le troisième trimestre 2013 pour s'établir à 0,5% après 2,4% au trimestre précédent.

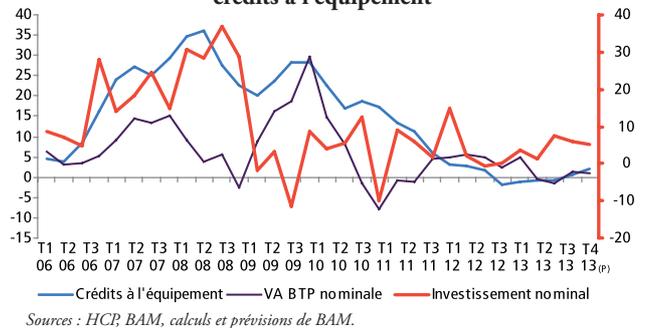
A fin février, les données monétaires font ressortir une hausse de 0,7% des crédits à l'équipement contre 0,8% à la même période de l'année dernière. Les crédits immobiliers, quant à eux, ont connu un ralentissement passant de 7,5% à 3% en une année.

S'agissant des données des échanges extérieurs, les importations des produits d'équipement et les flux d'IDE ont diminué, respectivement, de 10,1% et de 60,1% à fin février 2014. La baisse des flux d'IDE recouvre une détérioration aussi bien des recettes que des dépenses. Toutefois, les résultats trimestriels de l'enquête mensuelle de Bank Al-Maghrib dans l'industrie pour le quatrième trimestre 2013 font ressortir que 72% des industriels qualifient le climat général des affaires de moyen.

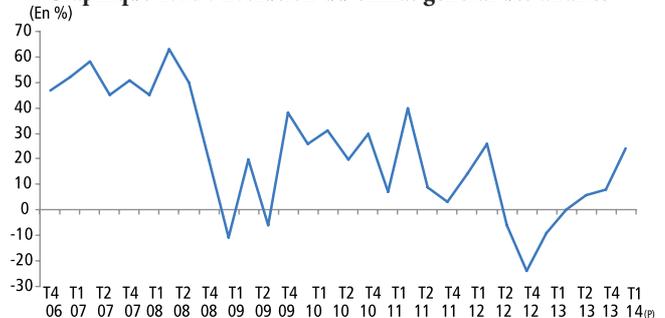
Par ailleurs, les ventes de ciments à fin février ont enregistré un recul de 9,1% après une baisse de 18,4 à fin février 2013. En outre, l'indice des prix des actifs immobiliers a accusé, en glissement trimestriel, une diminution de 0,4%, recouvrant des baisses de 1,4% pour le résidentiel et de 1,1% pour le commercial ainsi qu'un accroissement de 1,5% des prix du foncier.

Au niveau de la situation des charges et ressources du Trésor, les données disponibles à fin janvier 2014 indiquent une augmentation de 9,6% des dépenses d'investissement après une baisse de 6,2% au titre de l'exécution budgétaire de l'année 2013.

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



Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires\*



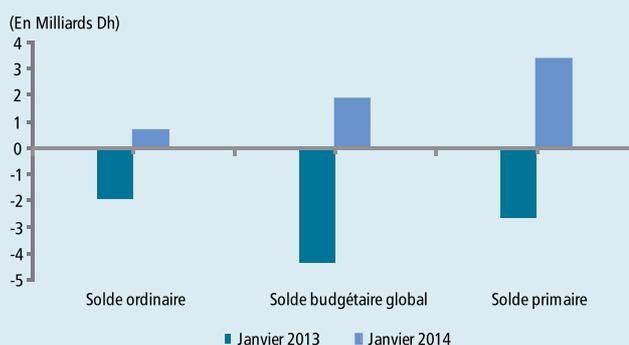
### Encadré 1.1 : Exécution budgétaire à fin janvier 2014

L'exécution budgétaire au titre du mois de janvier 2014 fait ressortir un excédent budgétaire de 1,9 milliard au lieu d'un déficit de 4,4 milliards en janvier 2013. Ce résultat s'explique, du côté des recettes, par la hausse à 10,1 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor et l'encaissement de 2,1 milliards au titre des dons provenant des pays du CCG, comptabilisés au niveau des recettes non fiscales. Du côté des dépenses, à l'exception de celles de personnel, de compensation et d'investissement, toutes les rubriques ressortent en baisse. Pour sa part, le solde ordinaire ressort positif à 666 millions, contre un déficit de 1,9 milliard en janvier 2013.

Les recettes ordinaires du Trésor ont progressé de 13,7% à 20,7 milliards, résultant d'une hausse de 2% des recettes fiscales à 18 milliards et de 1,9 milliard de celles non fiscales à 2,5 milliards comparativement à janvier 2013. L'évolution des recettes fiscales reflète une diminution des rentrées de l'IS et des droits de douane, alors que les produits de l'IR, des impôts indirects et des droits d'enregistrement et de timbre ont connu des augmentations.

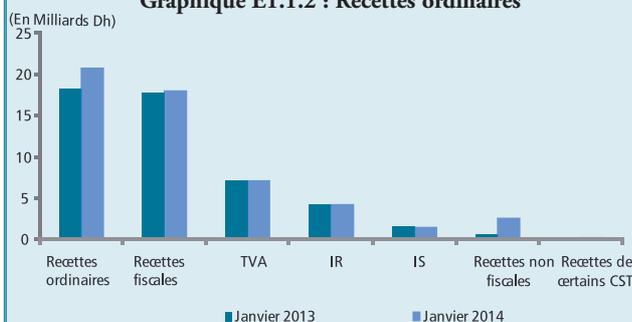
En effet, le produit des impôts directs a baissé de 0,9% à 5,7 milliards, recouvrant essentiellement un accroissement de 1,4% des rentrées de l'IR à 4,1 milliards et une baisse de 6,4% des recettes de l'IS à 1,4 milliard. Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont été en amélioration de 4,7% à 9,3 milliards de dirhams. Le produit de la TVA a baissé de 0,2% à 7,1 milliards, recouvrant une diminution de 10,3% à 3,4 milliards de la TVA à l'intérieur et une hausse de 11,5% à 3,7 milliards de celle sur les importations. La taxe intérieure de consommation a généré 2,2 milliards, en augmentation de 24,9%. Quant aux recettes des droits de douane, elles ont été en retrait de 6,6% à 611 millions, alors que les droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 0,8% à 2,4 milliards.

Graphique E1.1.1 : Soldes du budget



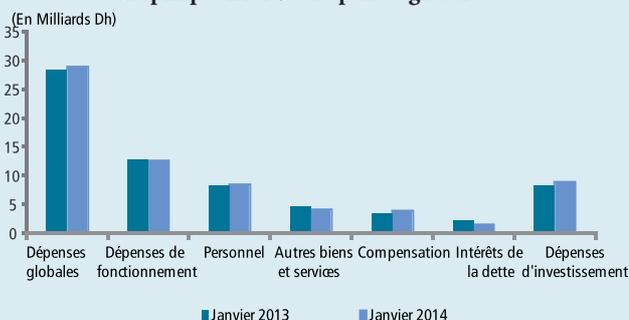
Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

Graphique E1.1.2 : Recettes ordinaires



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

Graphique E1.1.3 : Dépenses globales



En parallèle, les dépenses globales se sont élevées à 29 milliards de dirhams, en augmentation de 2,4%, recouvrant la hausse de 9,6% des dépenses d'investissement à 8,9 milliards et la baisse de 0,5% des dépenses ordinaires à 20 milliards. En effet, les dépenses de fonctionnement ont régressé de 2,3% à 12,6 milliards sous l'effet de la baisse de 10,6% à 4,2 milliards des charges des autres biens et services, les dépenses de personnel ayant augmenté de 2,4% à 8,4 milliards. Les charges en intérêts de la dette se sont repliées de 14,2% à 1,5 milliard. Quant aux dépenses de compensation, elles ont progressé de 13% à 3,8 milliards par rapport à janvier 2013.

Compte tenu du règlement de 1,4 milliard des arriérés de paiement, ramenant le stock à 9,2 milliards, le solde de financement du Trésor ressort excédentaire à 474 millions contre un besoin de caisse de 9,7 milliards en janvier 2013. En raison d'un flux net extérieur négatif de 409 millions, la capacité de financement du Trésor lui a permis de se désendetter sur le marché intérieur à hauteur de 65 millions contre un endettement intérieur net de 10,5 milliards en janvier 2013.

## 1.4 Comptes extérieurs

Après un allègement de 3,2% en 2013, le déficit commercial s'est creusé de 4,7% à fin février 2014, en relation avec un accroissement des importations de 3,8%, plus important que celui des exportations de 2,8%. Ainsi, le taux de couverture s'est établi à 48,4% après 48,8% en 2013.

La progression des importations résulte principalement d'une hausse significative, de 2,5 milliards de dirhams, des approvisionnements en blé, qui a plus que compensé la baisse de 10,1% des acquisitions des biens d'équipement qui ont poursuivi leur fléchissement entamé en début d'année. Pour ce qui est des biens de consommation, leurs importations ont augmenté de 7,6% à 10,6 milliards de dirhams, résultat de la hausse de 28,6% des achats de voitures de tourisme. En revanche, les achats de produits énergétiques ont accusé un repli de 1%, recouvrant une baisse de 26,8% des achats de gas-oils à 4,2 milliards de dirhams et une hausse de 35,9% de ceux de gaz de pétrole à 4 milliards de dirhams. De même, les acquisitions de demi-produits ont régressé de 0,7% à 12,4 milliards de dirhams.

L'évolution des exportations à fin février 2014, recouvre un fléchissement de 18,1% des ventes de phosphates et dérivés à 4,4 milliards de dirhams et une hausse de 7,6% des autres exportations à 25 milliards de dirhams. Ainsi, les expéditions de voitures ont poursuivi leur trend haussier, atteignant 3 milliards de dirhams contre 1,4 milliard sur la même période de l'année précédente. Dans le même sens, les livraisons du secteur agricole et agroalimentaire se sont améliorées de 2,1% à 6,4 milliards de dirhams, suite notamment à la hausse de 23,1% des ventes d'agrumes et primeurs. En revanche celles de l'industrie alimentaire ont reculé de 5%.

Parallèlement, les expéditions du secteur de l'électronique ont crû de 12,2% à 1,3 milliard de dirhams et celles du secteur de l'industrie pharmaceutique de 29,5% à 158 millions de dirhams. En revanche, les exportations du secteur textile et cuir ont fléchi de 2,5% à 5,3 milliards de dirhams, suite aux replis de 6,6% des exportations d'articles de bonneterie et de 3,6% des ventes des vêtements confectionnés,

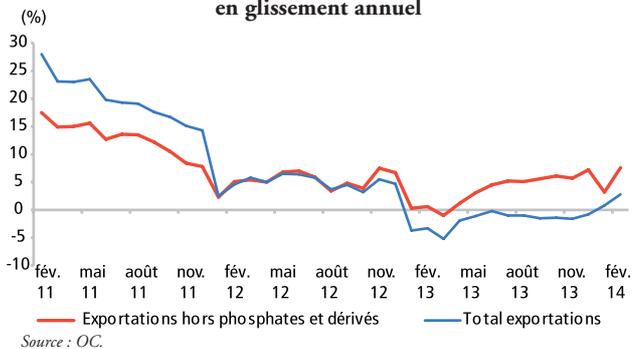
Tableau 1.2 : Evolution de la balance commerciale au mois de février 2014

(En millions de dirhams)	février 2013	février 2014*	Variations	
			Montant	%
<b>Exportations</b>	<b>28 603</b>	<b>29 414</b>	<b>+ 811</b>	<b>+2,8</b>
Exportations de phosphates et dérivés	5 346	4 379	- 967	-18,1
<b>Exportations hors phosphates et dérivés</b>	<b>23 257</b>	<b>25 035</b>	<b>+1 778</b>	<b>+7,6</b>
Textile et cuir	5 446	5 312	-134	-2,5
Agriculture et Agro-alimentaire	6 247	6 381	+134	+2,1
Automobile	4 409	6 337	+ 1 928	+43,7
Electronique	1 168	1 310	+142	+12,2
Aéronautique	1 227	1 197	-30	-2,4
<b>Importations</b>	<b>58 589</b>	<b>60 810</b>	<b>+2 221</b>	<b>+3,8</b>
Importations de produits énergétiques	14 993	14 844	-149	-1,0
<b>Importations hors énergie</b>	<b>43 596</b>	<b>45 966</b>	<b>+2 370</b>	<b>+5,4</b>
<b>Importations hors énergie et céréales</b>	<b>41 893</b>	<b>41 587</b>	<b>-306</b>	<b>-0,7</b>
Biens de consommation	9 831	10 574	+743	+7,6
Produits alimentaires	5 163	8 282	+3 119	+60,4
Biens d'équipement	13 205	11 877	-1 328	-10,1
Demi- produits	12 538	12 448	-90	-0,7
<b>Déficit commercial</b>	<b>29 986</b>	<b>31 396</b>	<b>1 410</b>	<b>+4,7</b>

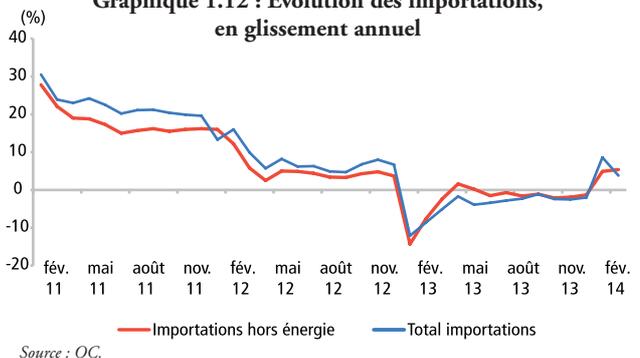
\* Données préliminaires.

Source : OC.

Graphique 1.11 : Evolution des exportations, en glissement annuel



Graphique 1.12 : Evolution des importations, en glissement annuel



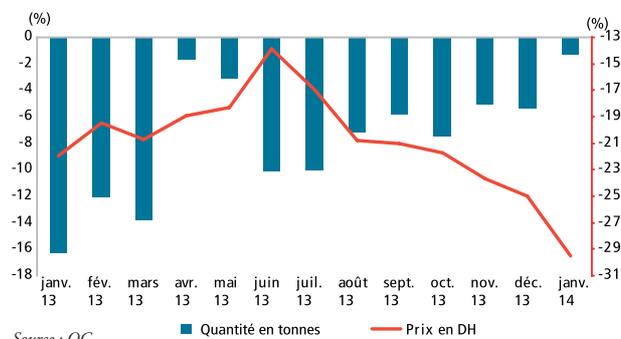
alors que celles de chaussures ont progressé de 13,7%. De même, les ventes du secteur de l'aéronautique ont régressé de 2,4% à 1,2 milliards de dirhams.

Pour ce qui est des recettes voyages, elles ont légèrement diminué de 0,9% en février 2014 à 8 milliards de dirhams, par rapport à la même période de 2013, tandis que les transferts des MRE ont accusé un repli de 3,3% à 8,8 milliards.

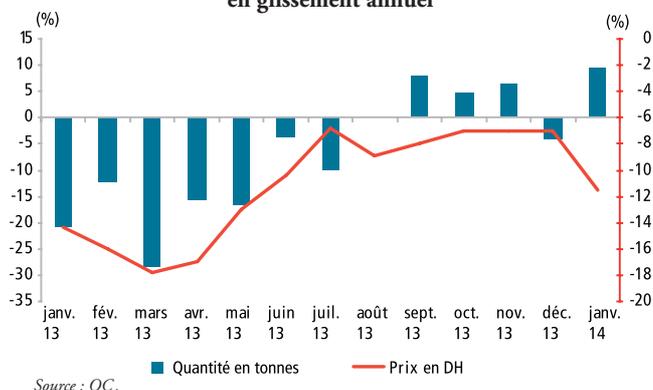
Sur la base des évolutions prévues des composantes du compte courant, le déficit de ce dernier devrait se situer en 2014 aux alentours de 7,5% en pourcentage du PIB, en légère amélioration par rapport à 2013.

Pour ce qui est des flux des investissements directs étrangers, ils se sont contractés de 6,2 milliards, s'établissant à 4,1 milliards de dirhams. Toutefois, ces flux auraient été en hausse de 18,6%, si on exclue les opérations remarquables réalisées en février 2013 dans l'agroalimentaire. Compte tenu des autres éléments du compte capital, l'encours des réserves internationales nettes s'est situé à 151,3 milliards de dirhams à fin février 2014, soit l'équivalent de 4 mois et 10 jours d'importations de biens et services.

Graphique 1.13 : Evolution des exportations des phosphates, en glissement annuel



Graphique 1.14 : Evolution des importations du pétrole brut, en glissement annuel



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

Au quatrième trimestre 2013, l'output gap non agricole se serait situé, selon les estimations de Bank-Al Maghrib, en dessous de zéro, tandis que le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a stagné en janvier 2014 à 69%. Sur le marché de l'emploi, le quatrième trimestre a été caractérisé par une importante dégradation de la situation en milieu urbain, avec notamment une perte nette de 32.000 postes et une hausse de 1,2 point de pourcentage du taux de chômage à 14,4%. S'agissant des coûts, les salaires dans le secteur privé ont augmenté de 3,4%, en glissement annuel, en termes réels.

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

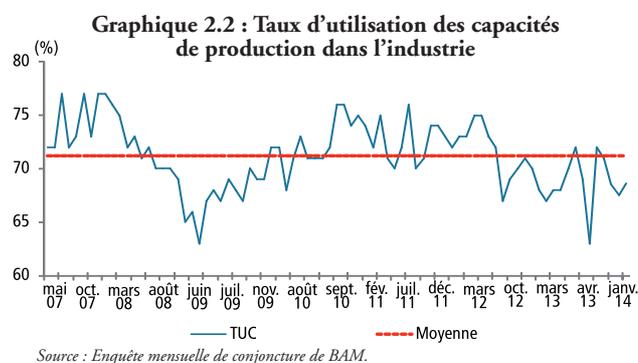
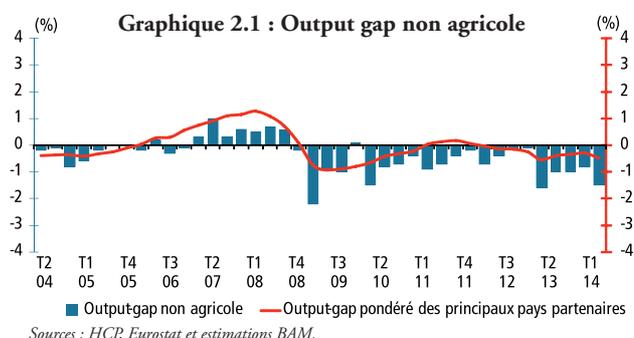
### 2.1 Tensions sur les capacités de production

Les dernières estimations de Bank Al-Maghrib indiquent que l'output gap a affiché des valeurs négatives au cours du quatrième trimestre 2013 et devrait continuer à le faire au premier trimestre 2014, dénotant ainsi d'une absence de tensions significatives sur les prix.

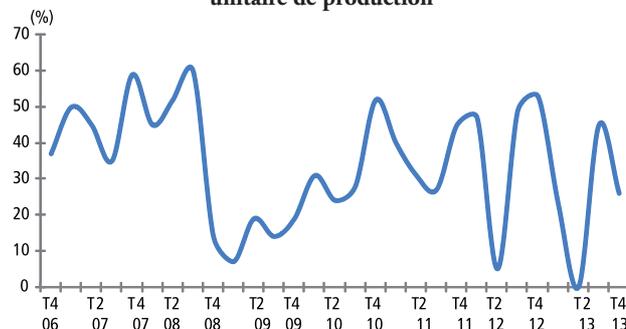
Dans le même temps, et selon les données de l'enquête de conjoncture de Bank Al Maghrib dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) s'est stabilisé en janvier à 69%, rythme qui demeure légèrement inférieur à sa moyenne historique (71%). Cette évolution a concerné tous les secteurs, à l'exception des industries électriques et électroniques, dans lesquelles, le TUC a marqué une hausse de 70% à 77%.

Selon la même enquête, les coûts unitaires de production auraient globalement augmenté au cours du quatrième trimestre 2014, en glissement trimestriel (Graphique 2.3). Selon les industriels, cette situation serait liée notamment au renchérissement des matières premières. De même, l'indice des prix à la production industrielle a accusé une baisse de 0,3% au cours de la même période contre un accroissement de 0,5% un trimestre auparavant.

S'agissant de l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles, il a augmenté de 1,8% en glissement



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



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

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

annuel au cours du dernier trimestre 2013 après un accroissement de 2,8%, sous l'effet conjugué de la stagnation de l'emploi non agricole et la nette décélération de 4% à 1,8% du rythme de croissance des activités non agricoles (Graphique 2.4).

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du quatrième trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus, s'est accrue de 1,8% à 11,7 millions de personnes, reflétant des augmentations de 2,9% en zones rurales et de 0,9% en milieu urbain. Cette progression s'est accompagnée d'une légère hausse de 0,1 point du taux d'activité à 48,2%, avec toutefois un recul de 0,5 point à 42,1% en milieu urbain.

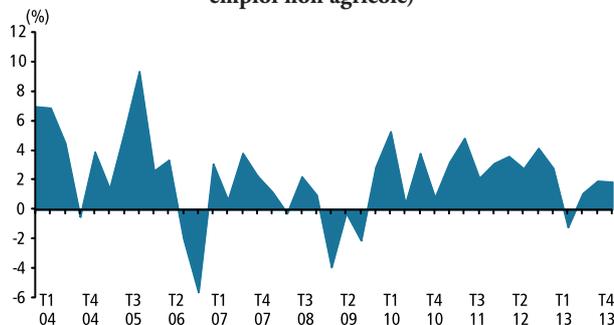
Au cours de la même période, 100.000 postes ont été créés, dont près des deux tiers sont de type non rémunéré et occupés en quasi-totalité par une main d'œuvre féminine. Cette évolution recouvre une création de 132.000 emplois en milieu rural et une perte de 32.000 postes en milieu urbain (Graphique 2.5).

Au niveau sectoriel, l'agriculture et les services restent les seuls pourvoyeurs d'emplois avec 102.000 et 91.000 postes respectivement. En revanche, les secteurs de l'industrie et du BTP ont accusé de nouvelles pertes d'emplois de 41.000 et 53.000 postes respectivement.

Dans ce contexte, la population active occupée ressort à 10,6 millions d'individus, en accroissement de 1%. Le taux d'emploi a, en revanche, accusé une baisse de 43,9% à 43,6% au niveau global et de 37% à 36% en milieu urbain (Tableau 2.1).

Au total, le taux de chômage a progressé, en glissement annuel, de 8,7% à 9,5%, reflétant des augmentations de 13,2% à 14,4% en milieu urbain et de 3,6% à 4% en zones rurales. Par tranche d'âge, la hausse la plus importante a été enregistrée chez les jeunes citoyens âgés de 15 à 24 ans, dont le taux est passé de 32,8% à 34,6% (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 %	T4- 2012			T4- 2013		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(1)</sup>	6169	5363	11532	6222	5519	11741
Taux d'activité (en%) <sup>(2)</sup>	42,6	56,4	48,1	42,1	57,6	48,2
Population active occupée	5357	5168	10525	5325	5300	10625
Taux d'emploi (en%) <sup>(3)</sup>	37,0	54,3	43,9	36,0	55,3	43,6
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	812	195	1007	897	219	1116
Taux de chômage (en%) <sup>(4)</sup>	13,2	3,6	8,7	14,4	4	9,5
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	32,8	8,6	18,1	34,6	9,8	19,6
.25 - 34 ans	19,0	3,2	12,4	19,8	3,9	13,0
.35 - 44 ans	7,2	2,1	5,2	8,6	1,7	5,8
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	6,5	2,0	3,7	8,3	2,5	4,6
. Ayant un diplôme	18,1	10,1	16,2	18,6	9,8	16,5

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

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

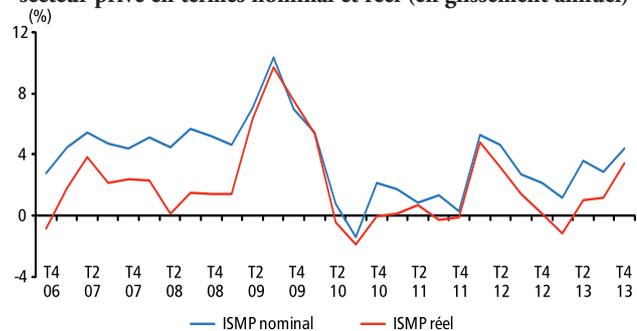
(3) Population active occupée âgée de 15 et plus / population totale âgée de 15 ans et plus

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

Source : HCP.

Concernant l'évolution des coûts salariaux, l'indice des salaires dans le secteur privé, calculé sur les données de la CNSS, a connu au quatrième trimestre, un accroissement en glissement annuel de 4,4%, en termes nominaux et de 3,4% en termes réels.

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



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

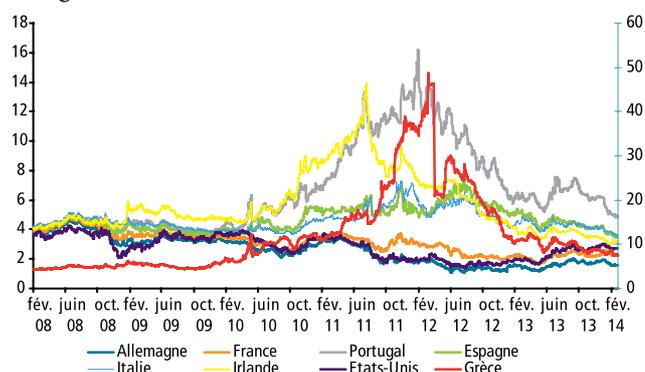
La conjoncture économique au niveau international reste marquée par la poursuite de la reprise entamée depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre de 2013 dans les économies avancées. En effet, les résultats des comptes nationaux du quatrième trimestre ainsi que les données récentes relatives aux indicateurs à haute fréquence laissent entrevoir la poursuite du raffermissement de l'activité et de ses perspectives dans ces pays. Ainsi, la consolidation de la croissance aux Etats-Unis s'est poursuivie et s'est fait ressentir au niveau du marché du travail, le taux de chômage étant resté en dessous de 6,8% en ce début de l'année 2014. Dans la zone euro, l'activité économique poursuit sa reprise modérée, mais reste marquée par la persistance de niveaux élevés de chômage et des risques de désinflation. Concernant les économies émergentes, leur rythme de croissance a relativement ralenti et l'évolution de leurs conditions financières reste incertaine en liaison en particulier avec de retrait progressif par la FED de ses mesures d'assouplissement quantitatif. Sur les marchés internationaux des matières premières, hormis les produits énergétiques, les cours se sont globalement orientés à la baisse. Dans ce contexte, le FMI et la Commission Européenne ont révisé à la hausse leurs perspectives économiques pour 2014 et 2015.

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

##### 3.1.1 Conditions financières

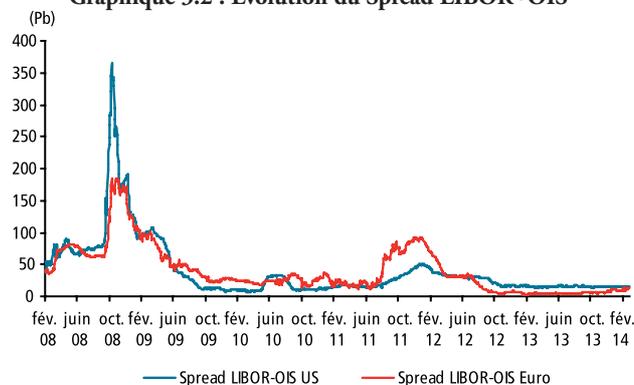
Durant le mois de février 2013, les marchés financiers, à l'exception du compartiment boursier, ont montré des signes d'apaisement au niveau des économies avancées. Ainsi, les marchés obligataires ont été marqués par la poursuite de la détente des taux souverains des économies avancées. Entre janvier et février, les taux de rendement à 10 ans des pays périphériques de la zone euro sont revenus de 8,1% à 7,7% pour la Grèce, de 3,9% à 3,7% pour l'Italie et de 5,4% à 5% pour le Portugal. En outre, l'agence de notation Moody's a procédé, le 21 février, au relèvement d'un cran de la note souveraine de long terme de l'Espagne de « Baa3 » à « Baa2 », évoquant un « rééquilibrage plus rapide que prévu de l'économie, et la mise en place de réformes visant à améliorer la croissance à moyen terme ». Dans ce sillage, le taux souverain espagnol à 10 ans est passé de 3,8% à 3,5%, soit son plus bas niveau depuis 8 ans. Pour sa part, le taux de rendement des Bons du Trésor américains a légèrement diminué à 2,7% en février au lieu de 2,8%, un mois auparavant. Concernant les principales économies émergentes, le taux de rendement à 10 ans a enregistré des évolutions divergentes, entre janvier et février. Il a stagné à 12,9% pour

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 Eurodollar) et le taux des swaps au jour le jour indiciels (OIS) de même échéance. »  
Source : Datastream.

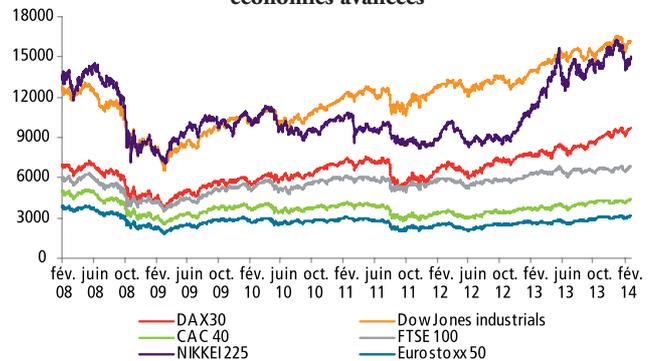
le Brésil, accusé une légère baisse de 4,6% à 4,5% pour la Chine et de 10,1% à 10% pour la Turquie, tandis qu'en Inde il a augmenté de 8,7% à 8,8%.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor et le Libor à 3 mois ont stagné en février à 0,29% et 0,24%, respectivement. Pour leur part, les spread ont augmenté, entre janvier et février, de 9,5 points de base à 11,7 points pour le Libor-OIS euro et de 15,1 points à 15,7 points pour le Libor-OIS dollar. Pour ce qui est du crédit, son rythme d'évolution annuel a augmenté aux Etats-Unis, s'établissant à 2% en février, au lieu de 1,3% le mois précédent. Dans la zone euro, la contraction entamée en mai 2012, s'est poursuivie en janvier avec une baisse de 2,2% après 2,3% un mois auparavant.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées sont ressortis, pour la plupart, en baisse, avec une hausse de leur volatilité. En effet, de janvier à février, l'EUROSTOXX50 a accusé un recul de 0,6%, le DowJones Industrials de 2,2% et le NIKKEI225 de 7,1%. De même, le DAX30 a diminué de 0,4% et le FTSE100 de 0,6%. En revanche, le CAC40 a marqué une hausse de 0,8%, d'un mois à l'autre. En termes de volatilité, le VSTOXX a augmenté, entre janvier et février, de 18,1 points de base à 18,7 points, tandis que le VIX est passé de 14,1 points de base à 15,6 points. De même, les indices boursiers des économies émergentes ont poursuivi leur baisse, le MSCI EM ayant régressé de 2,1%, en glissement mensuel, reflétant notamment le recul de 2,6% du MSCI Chine et de 2,9% de ceux de la Turquie et de l'Inde.

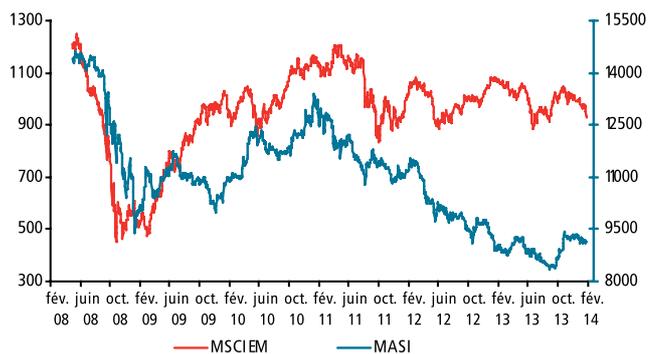
Sur les marchés de change, l'euro s'est légèrement apprécié de 0,3%, s'établissant en moyenne à 1,37 dollar en janvier contre 1,36 dollar en décembre. En outre, la monnaie unique s'est dépréciée de 0,2% vis-à-vis de la livre sterling et de 1,5% contre le yen japonais. Pour leur part, les monnaies des principaux pays émergents ont stagné par rapport au

Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



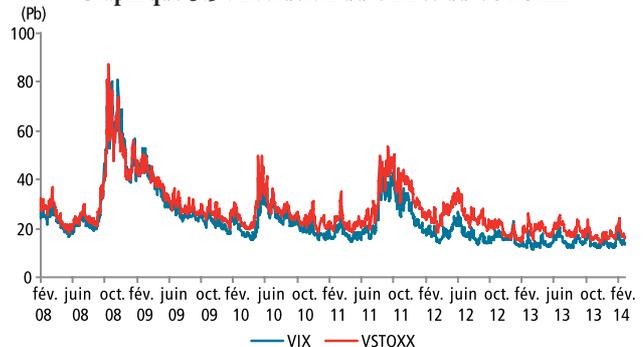
Source : Datastream.

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.

dollar. Ainsi, entre janvier et février, un dollar s'échangeait contre 2,4 reals brésiliens, 62,2 roupies indiennes et 6,1 yuans chinois.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE et la Banque d'Angleterre ont maintenu, lors de leurs réunions du 6 février, leurs taux directeurs respectifs inchangés à 0,25% et 0,5%. Pour sa part, la FED a annoncé, le 19 mars 2014, une nouvelle réduction de 10 milliards de dollars de son programme mensuel de rachats d'actifs, pour le ramener à 55 milliards de dollars. Elle a également réitéré qu'elle maintiendrait son taux directeur à un niveau bas pendant une période plus longue.

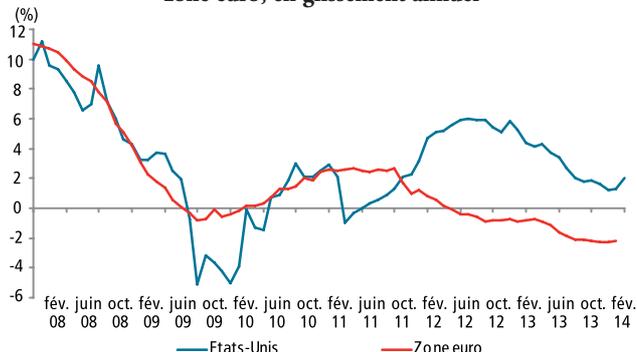
### 3.1.2 Activité économique dans le monde

Les données les plus récentes de la conjoncture internationale indiquent une poursuite de la reprise au dernier trimestre 2013 dans la plupart des pays avancés avec un léger ralentissement au niveau des économies émergentes.

Aux Etats-Unis, la hausse du PIB a accéléré de 2% au troisième trimestre à 2,5% au quatrième trimestre, soutenue par l'évolution favorable des exportations et de la consommation privée. De même, la croissance s'est consolidée au Royaume-Uni, atteignant 2,7% après 1,9% le trimestre précédent, en liaison avec la bonne performance des secteurs secondaire et tertiaire. Au Japon, le PIB a poursuivi sa hausse entamée depuis le début de l'année, la croissance s'est ainsi établie à 2,7% au quatrième trimestre après 2,4%, favorisée par la politique de relance du gouvernement.

Au niveau de la zone euro, le PIB a augmenté de 0,5% en glissement annuel, après s'être contracté de 0,3% un trimestre auparavant. Cette performance est tirée par l'accélération de 0,6% à 1,4% de la croissance en Allemagne suite au dynamisme de ses exportations, et de 0,3% à 0,8% en France, sous l'effet principalement de la hausse de la consommation des ménages. En outre, la

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



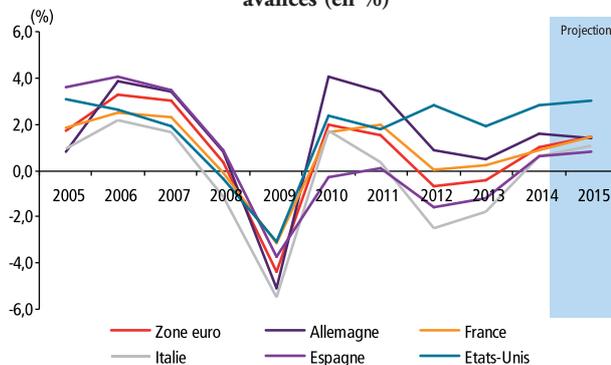
Source : Datastream.

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

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

Source : Eurostat.

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions de janvier 2014).

contraction du PIB s'est atténuée de 1,1% à 0,2% en Espagne et de 1,9% à 0,8% en Italie.

Concernant les pays émergents, la croissance a légèrement ralenti de 7,8% à 7,7% en Chine et de 4,8% à 4,7% en Inde, alors qu'au Brésil, elle a décéléré pour le deuxième trimestre consécutif, revenant de 2,2% à 1,9%.

En outre, les données des enquêtes de conjoncture montrent que l'indice PMI composite de la zone euro, est passé de 52,9 à 53,3 points en février, témoignant de la poursuite de la reprise. L'activité privée demeure soutenue par le secteur manufacturier dont l'indice PMI a atteint 53,3 points. Aux Etats-Unis, l'indice ISM manufacturier s'est établi à 53,2 points après 51,3 le mois précédent, dépassant ainsi le seuil d'expansion de 6,4%.

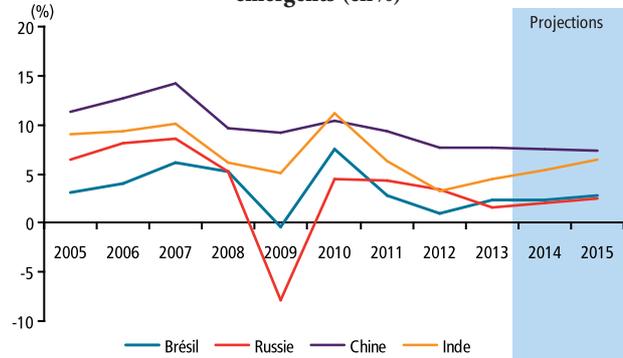
Dans ce contexte, le FMI a révisé, lors de sa mise à jour de janvier, ses prévisions à la hausse, notamment pour les principales économies avancées. Il table ainsi sur une légère accélération de la croissance à 3,7% en 2014 et à 3,9% en 2015. Par pays, la croissance aux Etats-Unis devrait se situer à 2,8% en 2014 et à 3% en 2015. Quant à la zone euro, le Fonds prévoit une croissance de 1% en 2014 et de 1,4% en 2015. Par ailleurs, au Royaume-Uni et au Japon, la croissance devrait s'établir à 2,4% et 1,7% en 2014 avant de décélérer à 2,2% et 1% en 2015 respectivement.

### 3.1.3 Marché de l'emploi

Les dernières données du marché de l'emploi indiquent la persistance du chômage à des niveaux élevés dans la zone euro où il stagne à 12%, alors qu'aux Etats-Unis, il s'est établi à 6,7% en février après avoir atteint 6,6% en janvier, soit son plus bas niveau depuis novembre 2008.

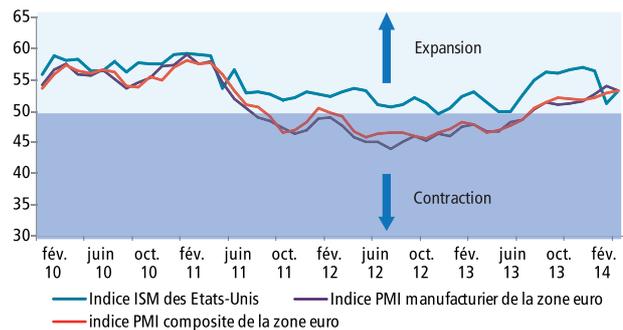
Au niveau des pays partenaires, ce taux a augmenté entre novembre et décembre de 10,8% à 10,9% en France et de 12,7% à 12,9% en Italie. En Allemagne et en Espagne,

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



Source : Fonds monétaire international (Prévisions de janvier 2014).

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



Source : Datastream

Tableau 3.2 : Perspectives mondiales de la croissance

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

Source : OCDE (novembre 2013), Commission Européenne (février 2014), FMI (janvier 2013).

il a connu une légère baisse à 5% et 25,8% respectivement après 5,1% et 25,9% un mois auparavant. Quant au Royaume-Uni, les données du mois de novembre 2013, font ressortir un taux de chômage inchangé à 7,2%, d'un mois à l'autre.

En ce qui concerne les prévisions d'évolution du marché de l'emploi dans les pays avancés, les dernières projections de février 2014 de la Commission européenne, tablent sur un taux de chômage de 6,5% en 2014 qui devrait baisser à 5,8% en 2015 aux Etats-Unis. De même, dans la zone euro, le taux de chômage s'établirait à 12% en 2014 et diminuerait légèrement à 11,7% en 2015.

Dans les pays partenaires, la Commission prévoit pour l'Allemagne, un taux de chômage de 5,2% en 2014 et de 5,1% en 2015. En France, le taux de chômage devrait rester stable à 11% en 2014 et 2015. En Italie et en Espagne, ce taux s'établirait respectivement à 12,6% et 25,7% en 2014, avant de baisser à 12,4% et 24,6% en 2015. Au Royaume-Uni, il se situerait à 6,8% en 2014 et devrait reculer à 6,5% en 2015.

### 3.2 Prix des matières premières et inflation

En ce début d'année, les prix des matières premières se sont globalement orientés à la baisse en glissement annuel, à l'exception des cours des produits énergétiques qui se sont situés à des niveaux plus élevés que ceux de l'année précédente. Dans ces conditions, les pressions désinflationnistes se poursuivent dans la plupart des pays avancés, en particulier dans la zone euro, où l'inflation s'établit à des niveaux assez bas.

#### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Le prix du Brent a connu une hausse de 0,8%, en février 2014, pour s'établir à 108,8 dollars le baril après 107,9 dollars le mois précédent. Cette évolution reflète les craintes

Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage

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

Source : Eurostat.

Graphique 3.10 : Cours mondial du Brent en dollars

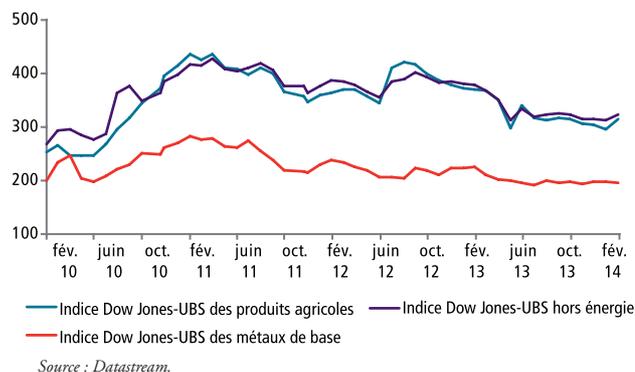


Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US)

	T1:14	T2:14	T3:14	T4:14	2014	2015	2016
Pétrole	108,20	108,00	106,46	104,93	106,88	101,68	97,21

Source : Bloomberg.

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



sur l'approvisionnement, en liaison avec les tensions persistantes dans les zones de production pétrolière en Afrique, notamment en Libye et au Soudan du Sud. Toutefois, d'une année à l'autre, le prix du Brent demeure en baisse de 6,6%.

Concernant les perspectives d'évolution du prix du pétrole pour 2014<sup>1</sup>, la Banque mondiale a revu en janvier ses estimations à la baisse de 105,7 dollars le baril à 103,5 dollars. En revanche, la prévision du FMI a été révisée à la hausse de 101,35 dollars dans le cadre du WEO d'octobre 2013 à 103,84 dollars le baril dans la mise à jour de janvier 2014. Pour sa part, la Commission européenne table sur un prix du Brent à 104,1 dollars le baril dans ses projections d'hiver comparativement aux 105,8 dollars prévus dans les projections d'automne.

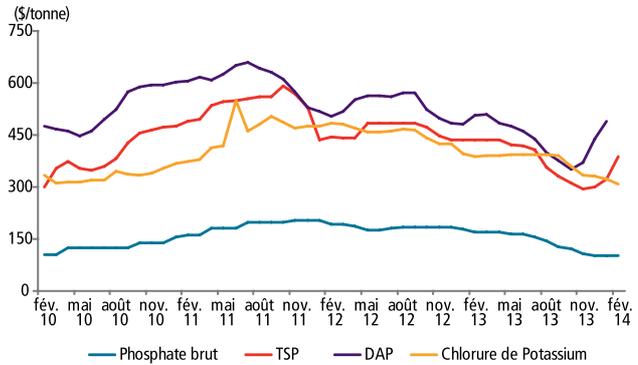
### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

Les prix des produits hors énergie se sont globalement repliés en février 2014. L'indice Dow Jones y afférent a, en effet, nettement baissé de 14,3%, reflétant les fortes diminutions de 13,8% de l'indice des prix des métaux de base et de 14,8% de celui des cours des produits agricoles.

S'agissant du marché mondial du phosphate et dérivés, le prix du brut a poursuivi sa hausse entamée le mois précédent. Il s'est, ainsi, établi à 103 dollars la tonne en février, après 102,2 dollars en janvier, soit une augmentation de 0,8%. De même, le DAP et le TSP se sont renchérissés de 11,9% et 20,3% respectivement, d'un mois à l'autre. En revanche, les prix de l'urée et du Chlorure de Potassium se sont repliés de 2,4% et 4,2% respectivement, entre janvier et février 2014. A l'exception du DAP dont le cours s'est accru de 1,7% en glissement annuel, les prix ont chuté de 39,4% pour le Phosphate brut, de 20,1% pour le Chlorure de Potassium, de 16,4% pour l'urée et de 10,9% pour le TSP.

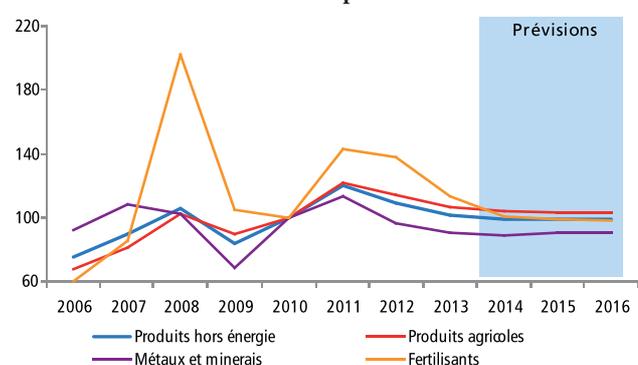
1 La Banque mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubaï).

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



Source : Banque Mondiale.

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



Source : Banque Mondiale.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

Selon une estimation provisoire d'Eurostat pour le mois de février, l'inflation dans la zone euro serait en baisse à 0,7% après 0,8% en janvier, recouvrant une hausse de 0,8% à 1,1% en France et une baisse de 1,2% à 1% en Allemagne, de 0,6% à 0,4% en Italie et de 0,3% à 0,1% en Espagne. Aux Etats-Unis, l'inflation a accusé un recul en février, revenant de 1,6% à 1,1%. S'agissant du Royaume-Uni et du Japon, les dernières données disponibles demeurent celles de janvier et font état d'une légère diminution de l'inflation de 2% à 1,9% et de 1,6% à 1,4%, respectivement. Au niveau des pays émergents et en développement, l'inflation a enregistré un repli en Chine, revenant de 2,5% à 2% en février, tandis qu'elle a légèrement progressé de 5,6% à 5,7% au Brésil.

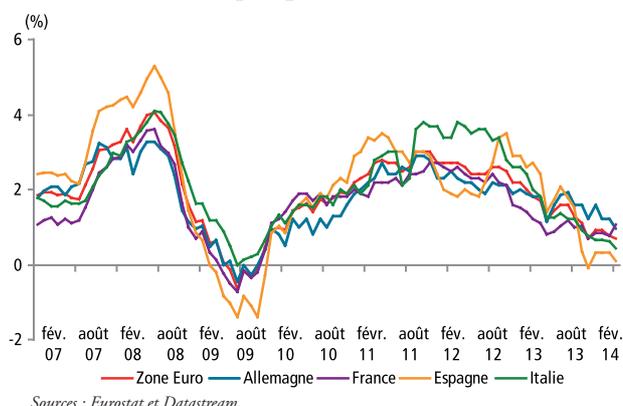
En ce qui concerne les perspectives, selon les prévisions de janvier 2014 du FMI, l'inflation atteindrait 5,6% en 2014 dans les pays émergents et en développement et diminuerait à 5,3% en 2015. En revanche, elle devrait se limiter à 1,7% en 2014 dans les pays avancés, avant d'augmenter légèrement à 1,8% en 2015.

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

En glissement mensuel, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré en janvier 2014 une légère progression de 0,1% après celle de 1,7% le mois précédent, sous l'effet du ralentissement des indices des demi-produits et des importations minières. En revanche la baisse des prix des produits alimentaires a marqué une atténuation.

En effet, l'IPM des produits miniers a marqué une augmentation de 1,1% après celle de 7,3% un mois auparavant. Ce ralentissement s'explique par la décélération du rythme de progression des prix du soufre importé de 3% à 1,9% et de celui du fer et acier de 11,1% à 0,5%.

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



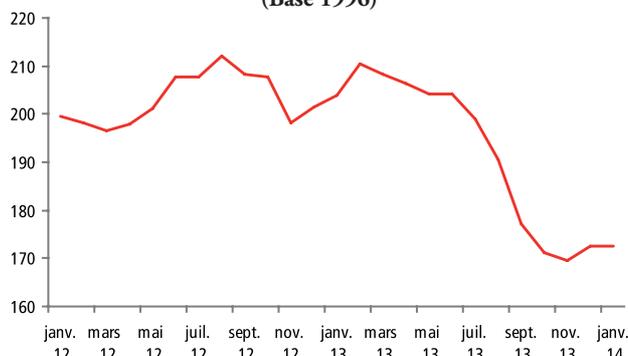
Sources : Eurostat et Datastream.

Tableau 3.5 : Evolution récente de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

	décembre 2013	janvier 2014	février 2014	Prévisions 2014	Prévisions 2015
Etats-Unis	1,5	1,6	1,1	1,6	1,9
Zone euro	0,9	0,8	0,7	1,0	1,3
Allemagne	1,2	1,2	1,0	1,4	1,4
France	0,8	0,8	1,1	1,2	1,2
Espagne	0,3	0,3	0,1	0,3	0,9
Italie	0,7	0,6	0,4	0,9	1,3
Japon	1,6	1,4	n.d.	2,5	1,2

Sources : Commission Européenne & Datastream.

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



Sources : OC et calculs BAM.

Quant aux demi-produits, leur prix sont revenus de 6,4% à 1,5% sous l'effet notamment de la baisse de l'indice des prix des fils et barres importés de 4,6% après celle de 1,1% en décembre. En revanche les prix moyens des matières plastiques artificielles ont progressé de 2,2% contre 0,6% le mois précédent.

Par ailleurs, l'IPM des produits alimentaires s'est quasiment stabilisé en janvier, sous l'effet de la stagnation de l'IPM du blé alors qu'ils avaient accusé une baisse de 4,7% un mois auparavant.

Sur l'ensemble de l'année 2013, l'IPM hors énergie a entamé une tendance baissière depuis mars (-0,9%), qui s'est accentuée entre juillet et septembre pour s'établir en moyenne à -4,6%. A partir d'octobre, l'indice s'est redressé et son rythme de progression pour atteindre 1,7% en décembre après un repli de 0,8% en novembre.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a accusé en janvier 2014, une baisse de 15,3% après 14,3% en décembre. C'est ainsi que l'IPM des produits alimentaires a diminué de 18,7%, après une baisse de 17,9% le mois précédent, en relation notamment avec le fléchissement de 32,7% du prix moyen à l'importation du maïs. Pour sa part, le prix unitaire moyen à l'import du blé s'est replié de 12,2% contre un recul de 14% un mois auparavant.

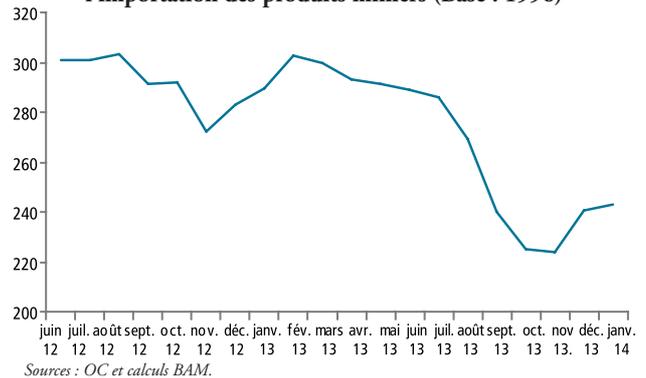
Pour ce qui est des produits miniers, leur indice a accusé un repli de 16,1%, après celui de 15,1% une année auparavant. Cette évolution recouvre une atténuation de la baisse du prix unitaire moyen à l'importation du soufre de 41,2% à 37,1% et une décélération de celui du fer, revenant de 32,1% à 15,6%.

S'agissant de l'IPM des demi-produits, il est revenu de 8,8% en décembre à 5,5% en janvier. Ce ralentissement s'explique par

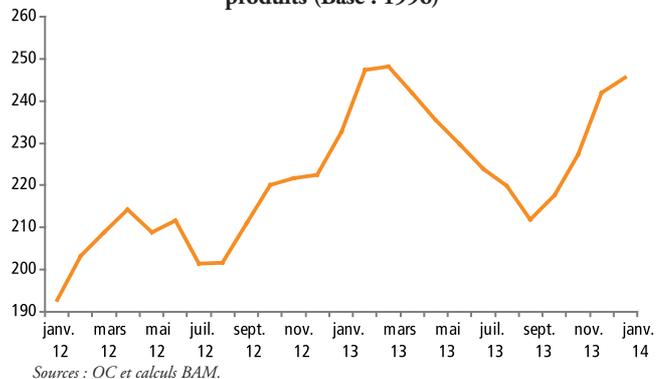
**Graphique 3.16 : Indice des prix à l'importation des produits alimentaires (Base 1996)**



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



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



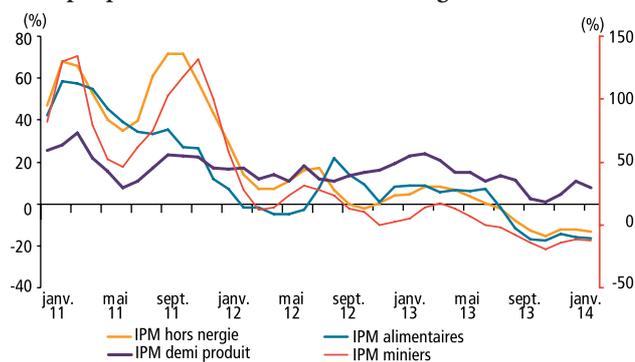
la décélération du prix moyen des produits laminés, de 19,5% à 7,6%. En revanche, l'IPM des matières plastiques a progressé en janvier de 3,9% après 1,9% en décembre.

Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	nov. 2013	déc. 2013	janv. 2014	nov. 2013	déc. 2013	janv. 2014
IPM hors énergie	-0,8	1,7	0,1	-14,4	-14,3	-15,3
IPM alimentaires	-2,1	-2,0	-0,2	-16,4	-17,9	-18,7
IPM demi-produits	4,5	6,4	1,5	2,6	8,8	5,5
IPM miniers	-0,4	7,3	1,1	-17,8	-15,1	-16,1

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



Sources : OC et calculs BAM.

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières évolutions du marché monétaire indiquent une quasi-stabilité du taux interbancaire à 3,05% en moyenne sur les deux premiers mois de l'année 2014, demeurant ainsi aligné sur le taux directeur, maintenu inchangé à 3% lors de la dernière réunion du Conseil du 17 décembre 2013. Pour leur part, pâtissant d'une conjoncture défavorable et entourée d'incertitudes, les taux débiteurs du quatrième trimestre 2013 font ressortir une augmentation de 22 points de base, à 6,52%, reflétant particulièrement la hausse des taux appliqués aux crédits de trésorerie. Parallèlement, le rythme de progression de l'agrégat M3 a connu une décélération de 4,2% au quatrième trimestre 2013 à 3,2% en moyenne durant les mois de janvier et février 2014, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif. Pour ce qui est du crédit bancaire, il continue d'évoluer à un rythme modéré affichant un taux d'accroissement annuel de 3,2%, en légère amélioration par rapport au taux de 3% enregistré en moyenne au dernier trimestre de l'année 2013. Pour 2014, le crédit bancaire devrait croître à un rythme annuel avoisinant 4%. Pour sa part, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié de 0,45% en janvier 2014, en termes nominaux comparativement au quatrième trimestre 2013, alors qu'il est resté quasiment inchangé en termes réels, en raison d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Par ailleurs, l'indice des prix des actifs immobiliers au titre du quatrième trimestre 2013, s'est replié de 1,4% en glissement annuel, après une progression de 0,6% un trimestre auparavant, en raison principalement de la diminution de 1,7% des prix du résidentiel, au lieu d'une hausse de 1% au troisième trimestre. Les prix du commercial ont, pour leur part, vu leur rythme d'accroissement ralentir à 0,2% au lieu de 0,8%, tandis que ceux du foncier n'ont pas connu de variations significatives, après avoir augmenté de 0,5%. Au total, l'analyse de ces évolutions laisse indiquer, globalement, l'absence de pressions inflationnistes à moyen terme émanant des conditions monétaires et des prix des actifs immobiliers.

### 4.1 Conditions monétaires

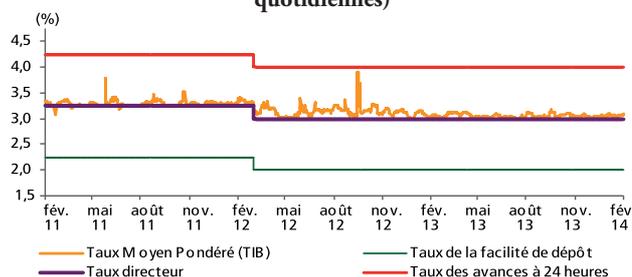
#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 17 décembre 2013, le Conseil de la Banque a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est établi à 3,05% en moyenne sur les deux premiers mois de l'année 2014, demeurant ainsi quasi-stable par rapport au quatrième trimestre de l'année 2013.

S'agissant des bons du Trésor, les taux sur le marché primaire ont accusé, durant les deux premiers mois de l'année, des baisses par rapport au trimestre précédent, allant d'un point de base pour la maturité de 10 ans, jusqu'à 53 points de base pour celle de deux ans. En revanche, le rendement assortissant les bons à 15 ans a connu une légère augmentation de 8 points de base. Sur le marché secondaire, le même profil d'évolution a été constaté globalement au niveau des différentes maturités, hormis le taux des bons à 20 ans qui est resté stable.

Pour ce qui est des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a augmenté

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



\* Données arrêtées au 28 février 2014  
Source : BAM

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

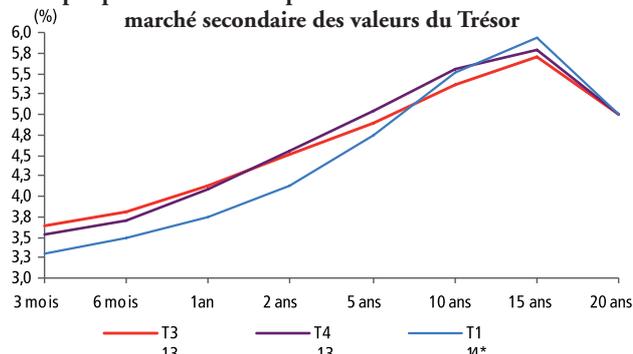
	2012			2013				2014
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1*
21 jours	-	-	-	-	-	-	-	-
24 jours	-	-	3,71	-	-	-	-	-
35 jours	-	-	3,78	4,12	-	-	-	-
43	-	3,48	-	-	-	-	-	-
44 jours	-	3,59	-	-	-	-	-	-
45 jours	-	-	3,97	-	-	-	-	-
13 semaines	3,21	3,31	3,4	3,93	3,94	3,5	3,48	3,33
26 semaines	3,39	3,42	3,57	4,07	4,11	3,82	3,74	3,5
52 semaines	3,53	3,74	3,84	4,2	4,23	4,11	4,13	3,73
2 ans	3,71	3,93	4,24	4,57	4,68	4,61	4,69	4,17
5 ans	4	4,32	4,52	4,75	-	4,93	5,08	4,76
10 ans	4,29	4,51	4,84	-	-	5,42	5,6	5,59
15 ans	4,52	4,74	5,08	5,52	5,69	5,71	5,85	5,93
20 ans	-	5,01	-	-	-	-	-	-

\* L'observation du premier trimestre 2014 correspond à la moyenne arithmétique des données des deux premiers mois de l'année 2014.

de 4 points de base entre le quatrième trimestre 2012 et janvier 2014, s'établissant à 3,83%. Cette hausse recouvre une progression de 8 points de base du taux assortissant les dépôts à un an et une baisse d'un point de base de celui des dépôts à 6 mois.

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrif pour le quatrième trimestre 2013, indiquent une progression de 22 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, à 6,52%. Cette augmentation n'a cependant concerné que les taux assortissant les facilités de trésorerie, qui sont passés de 6,28% à 6,62%. En revanche, les taux appliqués aux crédits à l'équipement et ceux à la consommation ont accusé des baisses de 63 et de 3 points de base, respectivement, revenant à 5,49% et à 7,34%, ceux pratiqués sur les crédits immobiliers ayant pour leur part enregistré une quasi-stagnation à 6,03%.

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



\* L'observation du premier trimestre 2014 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er janvier au 28 février 2014.  
Source : BAM.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2012			2013			janv. 14	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3		T4
6 mois	3,43	3,49	3,55	3,52	3,56	3,55	3,59	3,58
12 mois	3,83	3,83	3,84	4,02	3,89	3,83	3,92	4,00
Moyenne pondérée	3,69	3,71	3,73	3,85	3,76	3,73	3,79	3,83

Source : BAM

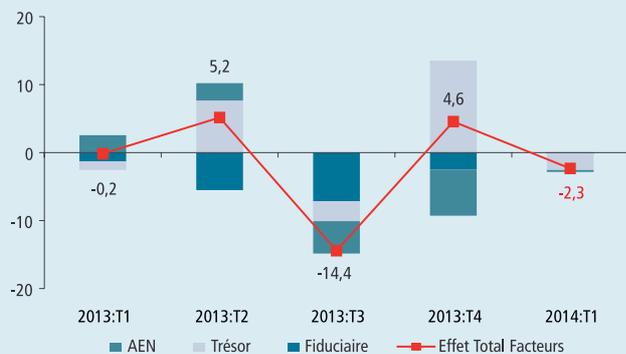
### Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire

Au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre de l'année 2013, les trésoreries bancaires se sont améliorées de 4,6 milliards de dirhams en raison principalement des opérations du Trésor.

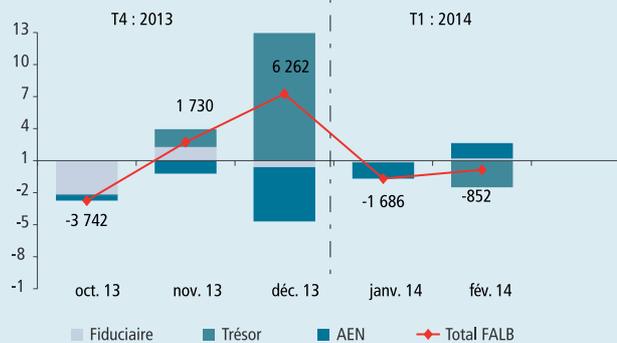
En effet, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une injection de liquidité de 13,5 milliards de dirhams : Les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (36,8 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (10,5 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (15,6 milliards de dirhams), auxquelles s'ajoutent une injection de liquidité de 9,6 milliards de dirhams issue des interventions du Trésor sur le marché monétaire, n'ayant été que partiellement compensés par les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (42 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales dont le 4<sup>ème</sup> acompte de l'IS.

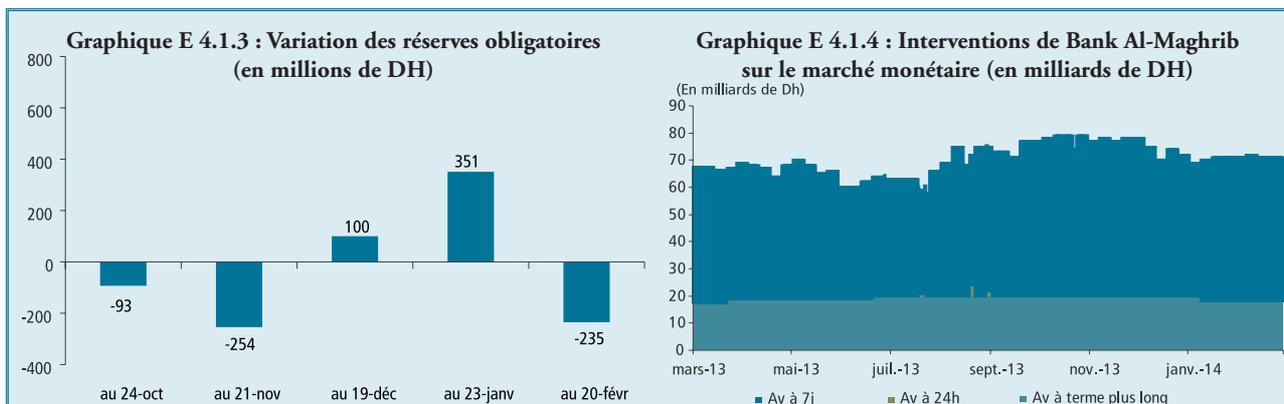
En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont eu une incidence restrictive de 6,8 milliards de dirhams sur la liquidité. En effet, l'accélération du rythme d'achat de devises par les banques commerciales (11,3 milliards de dirhams) a largement compensé les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 6,3 milliards de dirhams. De même, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 2,5 milliards de dirhams suite aux retraits importants liés à l'Aïd Al-Adha.

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)





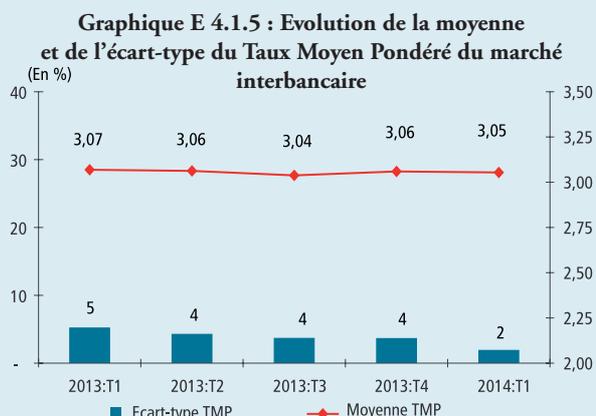
Durant le 1<sup>er</sup> trimestre de l'année 2014<sup>(1)</sup>, le creusement du déficit de liquidité bancaire s'est poursuivi, atteignant 80,4 milliards. Durant le 1<sup>er</sup> trimestre de l'année 2014, les facteurs autonomes ont impacté négativement les trésoreries bancaires de 2,3 milliards de dirhams en raison principalement des opérations du Trésor. En effet, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 2,6 milliards de dirhams du fait de la différence entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (24,9 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales et douanières,
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (17,8 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (11,4 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (3,6 milliards de dirhams), auxquelles s'ajoutent une injection de liquidité de 1,4 milliard issue des interventions du Trésor sur le marché monétaire.

Les opérations fiduciaires, quant à elles, ont été sans incidence sur la liquidité bancaire (+58 millions de dirhams). De même, les opérations sur avoirs extérieurs ont été sans impact notable sur la liquidité : les achats de devises par les banques commerciales (3,3 milliards de dirhams) ont été compensés par les cessions de billets de banque étrangers qui ont 3,2 milliards de dirhams. En raison de l'amélioration de sa trésorerie, l'encours des placements du Trésor sur le marché monétaire s'est établi à 12,8 milliards de dirhams en moyenne quotidienne contre 5,3 milliards de dirhams enregistrés au cours du trimestre précédent.

En vue de combler le déficit de liquidité des banques, Bank Al-Maghrib est intervenue majoritairement au moyen des avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 52,5 milliards de dirhams, en baisse de 3,9 milliards de dirhams par rapport au niveau moyen injecté le trimestre précédent.

En vue de favoriser le financement des très petites, petites et moyennes entreprises (TPME), Bank Al-Maghrib a mis en place au cours de ce trimestre son nouveau programme de prêts garantis sur une durée d'un an pour un montant de 8 milliards au titre, ce qui a porté l'encours total des opérations à terme plus long à 18 milliards de dirhams contre 20 milliards de dirhams le trimestre précédent.



<sup>1</sup> Période allant du 1<sup>er</sup> janvier au 28 février 2014.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides<sup>1</sup>

#### Evolution de M3

Les données relatives aux mois de janvier et février 2014 font ressortir une poursuite de la modération de la création monétaire. En conséquence, l'écart monétaire s'est maintenu à des niveaux négatifs, laissant indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

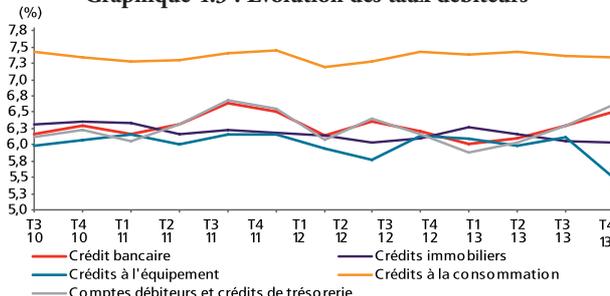
En effet, le rythme de progression annuel de l'agrégat M3 est revenu de 4,2% au quatrième trimestre à 3,2% en moyenne en janvier et février 2014, sous l'effet principalement de la décélération du taux d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale. En revanche, la progression des réserves internationales nettes s'est inscrite en accélération et le crédit bancaire a enregistré une légère amélioration par rapport au quatrième trimestre.

Au niveau des principales composantes de l'agrégat M3, des évolutions à des rythmes différenciés ont été observées entre les deux premiers mois de l'année et le quatrième trimestre.

Ainsi, les dépôts à terme, après avoir connu une hausse annuelle de 4,3%, se sont contractés de 2,5% en moyenne durant les mois de janvier et février, en relation principalement avec la diminution de 8,8% des dépôts détenus par les entreprises non financières privées après une hausse de 27%. Parallèlement, le taux de croissance des placements à vue a enregistré un léger ralentissement, revenant de 8,7% à 7,9%. En revanche, la monnaie scripturale s'est accrue de 3,8%, au lieu de 3,4% un trimestre auparavant, sous l'effet de l'atténuation de la baisse des dépôts à vue auprès du Trésor, alors que le rythme d'accroissement de ceux auprès des banques s'est inscrit en ralentissement. Pour ce qui est des autres composantes de M3, l'encours des titres des OPCVM monétaires, a enregistré une hausse annuelle de 2,9%,

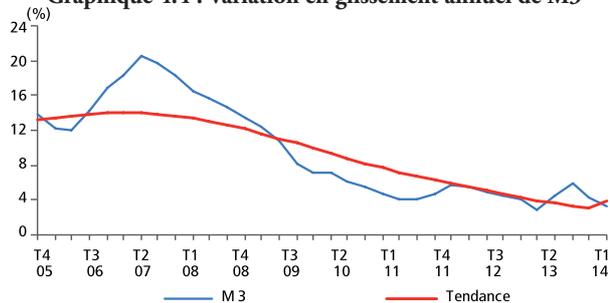
<sup>1</sup> Les données du mois de février sont provisoires

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs\*



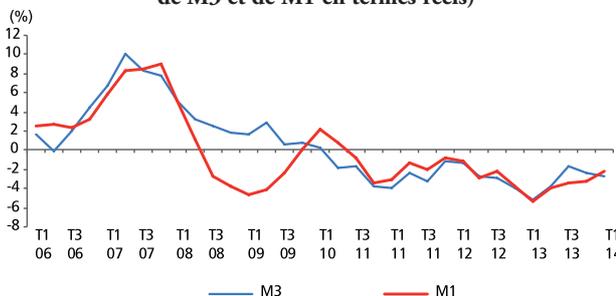
\* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL-MAGHRIB).

Graphique 4.4 : Variation en glissement annuel de M3



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014  
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 termes réels, diminué du rythme moyen de la baisse de la vitesse de la circulation de la monnaie.

\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014  
Source : BAM

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



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014  
Source : BAM

après une diminution de 2,9% au quatrième trimestre 2013 et le rythme de progression la monnaie fiduciaire, n'a pas connu une variation significative par rapport au quatrième trimestre, s'établissant à 4,9%.

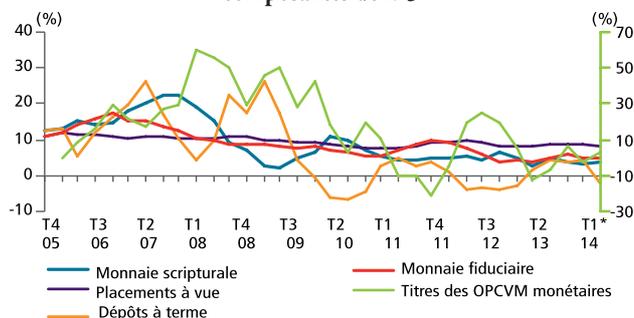
La décélération du rythme d'accroissement des dépôts s'est reflétée au niveau de ceux de tous les secteurs institutionnels. Ainsi, les dépôts des entreprises non financières privées se sont accrus de 2,1% sur les deux premiers mois de 2014 au lieu de 11,7% au quatrième trimestre. Cette évolution pourrait être imputable, notamment, à l'effet d'un éventuel remboursement des crédits de trésorerie par certaines entreprises. Pour leur part, les dépôts des ménages ont vu leur taux de croissance annuel revenir de 5,4% à 5,1%, et celui des dépôts des sociétés financières est revenu de 11,2% à 4,3%. Quant aux dépôts du secteur public, ils ont poursuivi leur orientation baissière observée depuis mars 2013.

### Crédit

Les données relatives aux deux premiers mois de 2014 font ressortir une progression modérée du crédit bancaire de 3,2%, mais en légère amélioration par rapport au taux de 3% observé durant le quatrième trimestre 2013.

La ventilation du crédit bancaire par objet économique indique des évolutions différenciées. En effet, le taux de croissance annuel des crédits immobiliers est revenu de 4,8% à 3,7%, traduisant une contraction de 1,4% des prêts aux promoteurs, après un repli de 0,7%, et une décélération de 7% à 5,7% des crédits à l'habitat. Pour ce qui est des crédits à l'équipement et de ceux à la consommation, leur rythmes d'accroissement annuels sont revenus respectivement de 1,9% et de 2% au quatrième trimestre à 1,7% et à 1,5%. Parallèlement, les facilités de trésorerie ont poursuivi leur contraction, accusant ainsi un recul de 2,6% en moyenne sur les deux premiers mois de l'année, après une baisse de 2,5% un trimestre auparavant. Quant aux créances en souffrance,

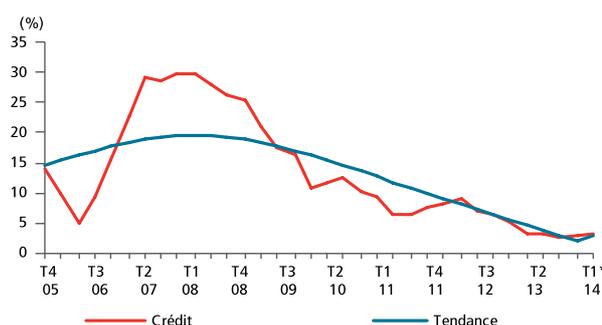
Graphique 4.7 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014

Source : BAM

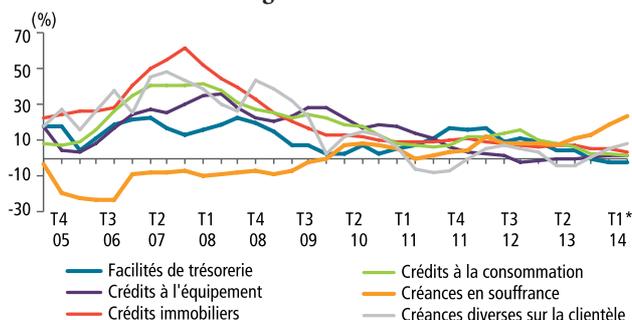
Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel du crédit



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014

Source : BAM

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



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014

Source : BAM

leur encours s'est accru de 23,5% au lieu de 18,2%, portant ainsi leur ratio par rapport au crédit bancaire de 5,8% à 6,2%.

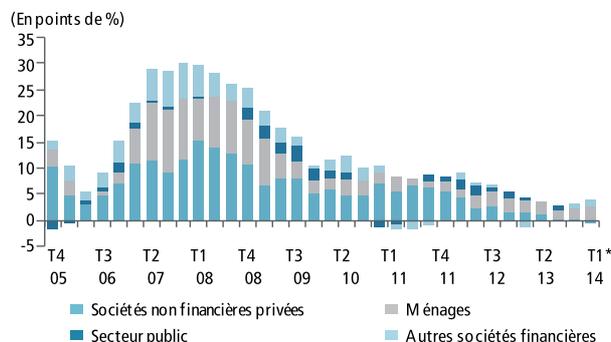
L'analyse du crédit bancaire par secteur institutionnel fait ressortir une accélération du rythme de croissance annuel des crédits accordés aux autres sociétés financières, une stagnation de celui des prêts destinés au secteur privé, ainsi qu'une contraction des crédits accordés au secteur public après une hausse au trimestre précédent. En effet, les prêts octroyés aux autres sociétés financières ont enregistré, durant les deux premiers mois de 2014, une hausse de 13,2%, après 7,1% au quatrième trimestre de l'année 2013, portant ainsi leur contribution à la croissance du crédit bancaire de 0,9 point à 1,5 point de pourcentage. En revanche, les crédits accordés au secteur privé ont vu leur taux d'accroissement annuel stagner à 2,4%, maintenant ainsi leur contribution à l'accroissement du crédit bancaire inchangée à 2 points de pourcentage. Cette évolution recouvre une accélération de 5,8% à 7,4% des prêts aux ménages, et une baisse de 0,8% de ceux destinés aux sociétés non financières, après une hausse de 0,3% le trimestre passé. Pour ce qui est des concours destinés au secteur public, ils ont accusé un repli de 2,7% au lieu d'une augmentation de 2,9% au quatrième trimestre de 2013. Ainsi, leur contribution à la croissance du crédit bancaire est devenue négative à 0,2 point de pourcentage au lieu de 0,2 point au quatrième trimestre.

### Autres sources de création monétaire

Pour ce qui est des autres sources de création monétaire, les réserves internationales nettes (RIN), se sont accrues de 4,7% en moyenne sur les deux premiers mois de l'année, après 4,1% au quatrième trimestre de 2013.

Quant aux créances nettes sur l'administration centrale, elles ont vu leur rythme de progression annuel revenir à 9,2%, au lieu de 23% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit essentiellement la décélération de 23,7% à 11,3% du taux d'accroissement des détentions des autres institutions de dépôts en bons de Trésor.

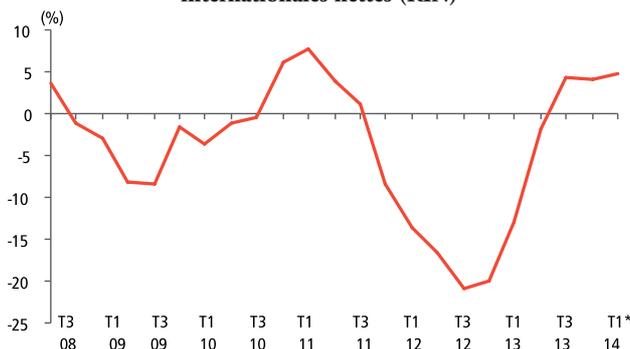
Graphique 4.10 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014

Source : BAM

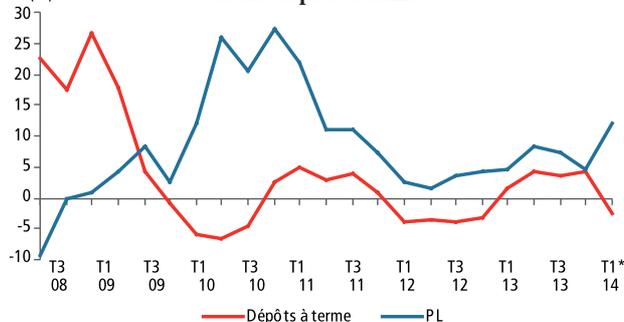
Graphique 4.11 : Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes (RIN)



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014

Source : BAM

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



\*Moyenne entre janvier et chiffres provisoires de février 2014

Source : BAM

## Placements liquides

Durant les deux premiers mois de 2014, les agrégats de placement liquides ont progressé de 12%, après 4,6% au quatrième trimestre, suite principalement à l'accélération du rythme de progression de l'agrégat PL1.

En effet, les titres inclus dans l'agrégat PL1 se sont renforcés de 15,8%, au lieu de 5,4% un trimestre auparavant, en relation notamment avec l'accélération de 6,8% à 18% des bons du Trésor négociables.

De même, les titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2 se sont accrus de 5,8%, après 4,2% au trimestre précédent.

En revanche, les titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, se sont inscrits en baisse de 3% durant les deux premiers mois de 2014, après celle de 1% en moyenne durant les trois derniers mois de 2013.

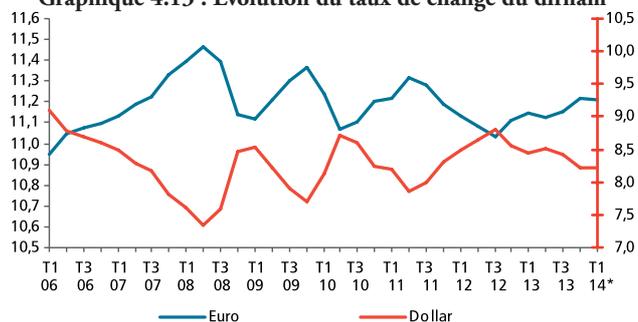
Dans ces conditions, la liquidité globale de l'économie mesurée par la somme de l'agrégat M3 et des placements liquides (PL), a progressé de 5,7% en moyenne sur les deux premiers mois de 2014 après 4,3% au quatrième trimestre 2013.

## Taux de change

Durant les deux premiers mois de l'année 2014, le dirham a connu en moyenne une légère appréciation de 0,03% par rapport à l'euro et une hausse de 3,21% à l'égard du yen japonais. En revanche, il s'est déprécié de 0,15% et de 2,15%, respectivement, contre le dollar américain et la livre sterling.

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 0,45% en termes nominaux en janvier 2014, alors qu'il ressort en quasi-stabilité en termes réels, comparativement au quatrième trimestre 2013, compte tenu d'un taux d'inflation au Maroc globalement inférieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

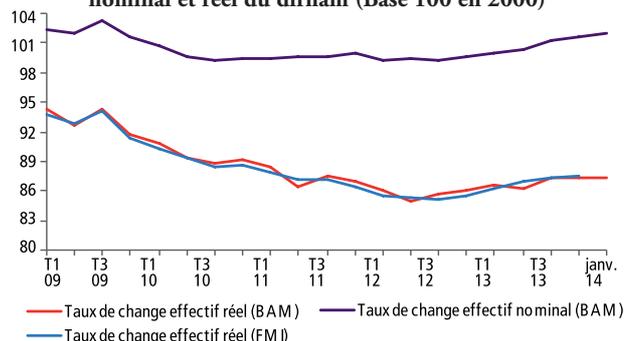
Graphique 4.13 : Evolution du taux de change du dirham



\* L'observation du premier trimestre 2014 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1<sup>er</sup> janvier au 28 février 2014.

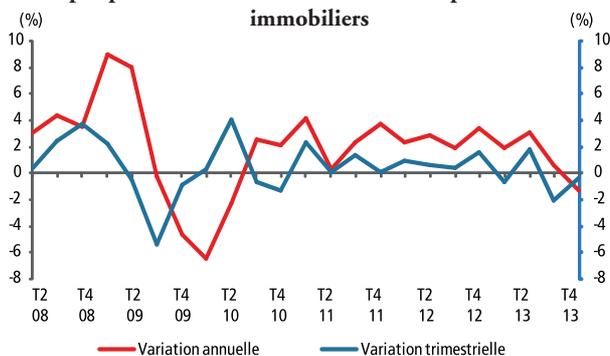
Source : BAM.

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



Source : FMI et Calculs de BAM.

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



## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

Au terme du quatrième trimestre 2013, l'indice des prix des actifs immobiliers (IPAI) a enregistré une baisse de 0,4% en glissement trimestriel. Cette évolution recouvre, d'une part, une diminution de 1,4% des prix du résidentiel et de 1,1% de ceux du commercial et, d'autre part, un accroissement de 1,5% des prix du foncier. Parallèlement, le nombre de transactions a progressé de 4,4% d'un trimestre à l'autre, traduisant la hausse du nombre des ventes des biens résidentiels et fonciers.

En glissement annuel, l'IPAI a vu son rythme de variation revenir de 0,6% à -1,4%, en raison principalement de la diminution de 1,7% des prix du résidentiel, après la hausse de 1%. Les prix du commercial, quant à eux, ont légèrement progressé de 0,2% au lieu de 0,8%, tandis que ceux du foncier sont demeurés inchangés, après avoir augmenté de 0,5%. S'agissant du nombre de transactions, il a accusé une contraction de 5,2%, reflétant les replis de 1,4% du résidentiel, de 14,5% pour le foncier et de 9,5% pour le commercial.

Parallèlement, les crédits à l'habitat, se sont accrus de 6,3% en glissement annuel, après 8,1% un trimestre auparavant. Quant aux crédits destinés aux promoteurs immobiliers, leur baisse s'est accentuée, passant de 0,4% à 0,7%.

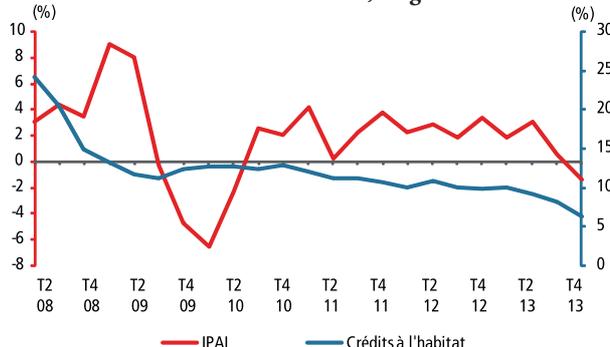
### 4.2.2 Actifs financiers

#### 4.2.2.1 Actions

Au quatrième trimestre 2013, le MASI s'est apprécié de 5,1%, ramenant sa contre-performance en 2013 à 2,6%. Cette évolution s'explique par la progression de 24,7% de l'indice du secteur des bâtiments et matériaux de construction et 23,3% de celui de l'immobilier.

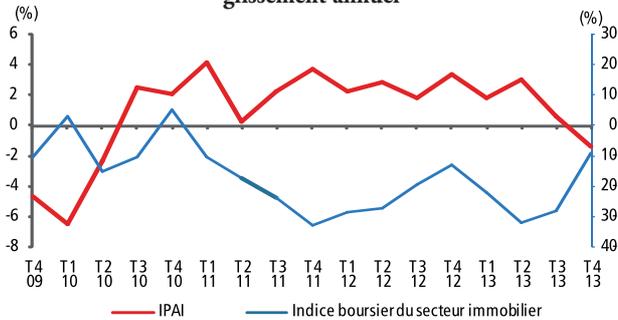
Durant les deux premiers mois de l'année 2014, le MASI s'est accru de 3,6%, suite notamment à l'appréciation des indices des secteurs

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



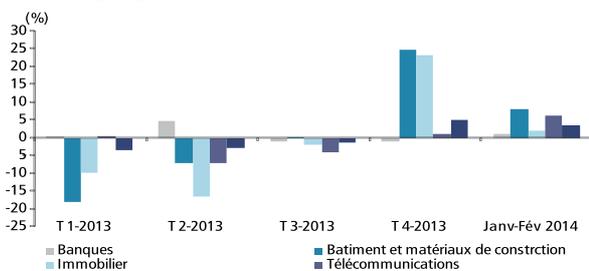
\* Compte non tenu des crédits destinés à la promotion immobilière.  
Source : BAM et ANCFCC.

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



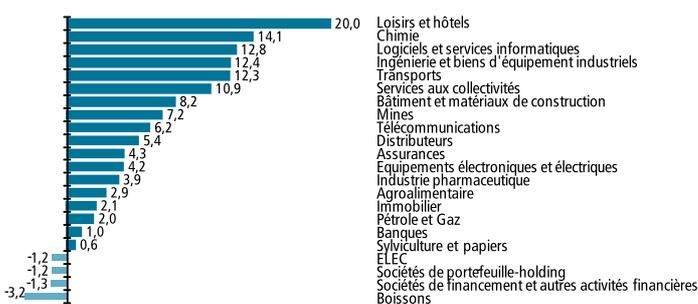
Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca.

Graphique 4.18 : Evolution des indices boursiers



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca.

bancaire de 1%, de l'immobilier de 2,1%, des télécommunications de 6,2%, ainsi que celui des bâtiments et matériaux de construction de 8,2%. En revanche, des baisses ont été observées, variant de 1,2% pour le secteur de l'électricité à 3,2% pour celui des boissons.

S'agissant de la capitalisation boursière, elle s'est chiffrée à 451,1 milliards de dirhams, à la fin du quatrième trimestre 2014, en progression de 7,5% par rapport au trimestre précédent. Outre l'appréciation des cours, cette évolution reflète l'introduction de la valeur Jorf Lasfar Energy Company (JLEC), valorisée à 10,7 milliards de dirhams. Durant les deux premiers mois de l'année, la capitalisation s'est accrue de 3,6%. Cette évolution est liée à l'accroissement de la capitalisation des secteurs des télécommunications et des bâtiments et matériaux de construction.

Pour ce qui est des transactions, ils ont atteint 8,9 milliards de dirhams, en moyenne mensuelle au cours du quatrième trimestre 2013, contre 7,9 milliards un an auparavant. Cette évolution s'explique principalement par la dynamique des échanges sur le marché de blocs actions, qui se sont accrus de 2,3 milliards, s'établissant à 3,8 milliards de dirhams. Les échanges ont porté principalement sur la valeur JLEC, avec un montant total de 9,3 milliards.

Au cours des deux premiers mois de 2014, le volume mensuel moyen s'est établi à 2,7 milliards de dirhams après 6,1 milliards une année auparavant, traduisant principalement la diminution des échanges sur le marché de blocs actions.

En ce qui concerne les indicateurs de valorisation de la bourse de Casablanca, le Price Earnings Ratio<sup>1</sup> a enregistré une hausse de 0,8 point, à 15,7 au quatrième trimestre 2013, tandis que le Price to Book Ratio<sup>2</sup>, s'est situé à 2,17 après 2,09. A fin février, ces deux indicateurs se sont accrus à 16,2 et 2,26 respectivement.

<sup>1</sup>Le Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours en bourse d'une entreprise et son bénéfice net par action

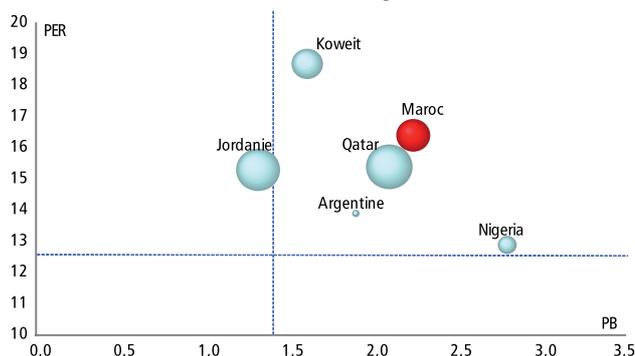
<sup>2</sup> PB : Price to Book Ratio est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T2:12	T3:12	T4:12	T1 : 13	T2 : 13	T3 : 13	T4 : 13	fév.-14
PER								
Argentine	6,8	7,3	8,2	10	2,1	3,3	4,2	13,9
Jordanie	12,7	13,3	13,6	14,6	14,4	13,5	15,2	15,2
<b>Maroc</b>	<b>15,4</b>	<b>15,2</b>	<b>15,1</b>	<b>15,2</b>	<b>15,2</b>	<b>14,9</b>	<b>15,7</b>	<b>16,2</b>
Kuwait	15,5	16,9	16,7	16,6	16,5	17,9	18,3	18,8
Nigeria	10,3	10,2	12,8	15,2	12,4	12,3	13,6	12,9
Qatar	10,9	11,4	11,3	12,2	12,9	12,9	14	15,6
P/B								
Argentine	0,98	0,95	1,09	1,05	0,93	1,47	1,87	1,9
Jordanie	1,29	1,33	1,35	1,37	1,28	1,14	1,27	1,32
<b>Maroc</b>	<b>2,38</b>	<b>2,23</b>	<b>2,22</b>	<b>2,16</b>	<b>2,12</b>	<b>2,09</b>	<b>2,17</b>	<b>2,26</b>
Kuwait	1,49	1,54	1,54	1,55	1,55	1,64	1,6	1,62
Nigeria	1,69	1,95	2,01	2,41	2,56	2,6	2,94	2,8
Qatar	1,65	1,71	1,68	1,62	1,75	1,79	1,9	2,13

Sources : Datastream, CFG.

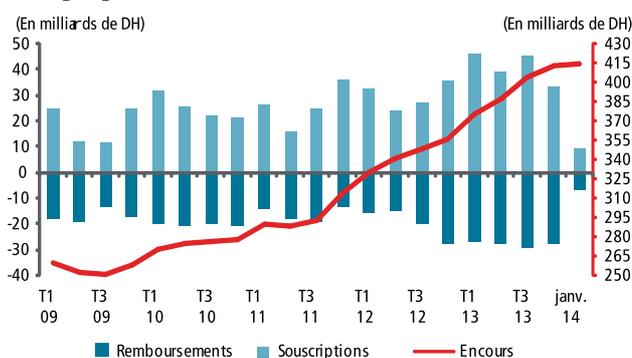
Graphique 4.20 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents et frontiers (\*) au quatrième trimestre 2013



(\*) La taille des bulles est fonction du ratio capitalisation boursière/ PIB

Source : Datastream et calculs BAM.

Graphique 4.21 : Evolution de l'encours des bons du Trésor



#### 4.2.2.2 Bons du Trésor

En dépit de l'aggravation du déficit budgétaire de 6,3 milliards au troisième trimestre 2013 à 11,5 milliards au quatrième trimestre, les émissions des bons du trésor ont accusé une baisse trimestrielle de 25,7%, s'établissant à 33,6 milliards de dirhams. Compte tenu des remboursements chiffrés à 27,7 milliards de dirhams, l'encours des bons du trésor a atteint 412,9 milliards.

En janvier 2014, les levées du Trésor se sont chiffrées à 9 milliards après 12 milliards enregistrés en décembre 2013, dans un contexte d'amélioration du solde budgétaire à 2,7 milliards au lieu de 2,4 milliards en décembre. Pour ce qui est des remboursements, ils se sont établis à 6,6 milliards de dirhams après 11,7 milliards le mois précédent. Ainsi, l'encours a atteint à fin janvier 415,3 milliards, en augmentation de 14% par rapport à la même période l'année précédente.

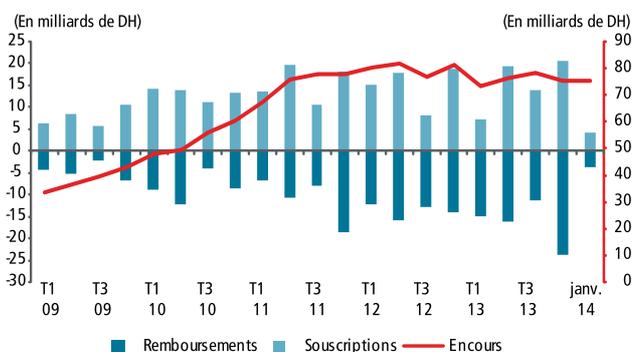
#### 4.2.2.3 Titres de créances négociables

Les émissions des titres de créances négociables ont progressé en variation trimestrielle de 48% à 20,5 milliards de dirhams, réparties entre les certificats de dépôt avec 17,8 milliards et les billets de trésorerie avec 2,6 milliards. Compte tenu des remboursements d'un montant de 23,9 milliards, l'encours s'est établi à 75,2 milliards. En janvier 2014, les souscriptions ont atteint 4,1 milliards contre 1,6 milliard enregistré durant le même mois de l'année précédente.

#### 4.2.2.4 OPCVM

L'actif net des OPCVM valorisé à fin décembre a augmenté de 5,1% d'un trimestre à l'autre, s'établissant à 245,5 milliards de dirhams. Cette évolution s'explique principalement par la progression de 4,2% des fonds obligataires moyen et long termes et de 10% des fonds monétaires, sous l'effet d'un mouvement de collecte nette de 4 milliards et 5,6 milliards respectivement. Les données arrêtées au 21 février 2014 indiquent, toutefois, un repli de 1,8% de l'actif net des OPCVM, en liaison principalement avec la baisse de 9,6% des fonds monétaires.

Graphique 4.22 : Evolution de l'encours des titres de créances



## 5. EVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, continue de s'établir à un niveau bas pour le troisième mois consécutif, se limitant à 0,4% en février après 0,5% en janvier, alors qu'elle était de 1% au quatrième trimestre 2013 et de 1,9% sur l'ensemble de l'année 2013. Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et des produits à tarifs réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) est restée inchangée à 1,3% entre janvier et février, après 1,4% en décembre et 1,5% en moyenne au quatrième trimestre 2013. L'évolution de l'inflation sous-jacente au cours de ces deux derniers mois résulte de la stagnation de l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE) à 1,0%, celle des biens échangeables (IPCXE) n'ayant que très légèrement accélérée de 1,4% en janvier à 1,5% en février. Par ailleurs, et dans un contexte marqué par la poursuite du recul des cours mondiaux des matières premières, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur reflux entamé au début de l'année précédente, accusant ainsi un recul de 2,4% en janvier après celui de 1,9% en décembre.

### 5.1 Evolution de l'inflation

Dans un contexte marqué par des pressions désinflationnistes dans les principaux pays partenaires du Maroc, l'inflation est restée à un niveau modéré, en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. En effet, après s'être établie à 0,4% en décembre et 0,5% en janvier, elle est revenue à 0,4% en février. Cette évolution s'explique principalement par l'accentuation de la baisse des prix des produits alimentaires volatils de 4,1% en janvier à 5,7% en février. En particulier, les prix ont diminué de 6,1% pour les fruits et de 11,5% pour les « volaille et lapin ». La contribution des prix de ces deux composantes à l'inflation ressort ainsi à -0,4 point de pourcentage, après -0,2 point un mois auparavant.

Pour ce qui est des « carburants et lubrifiants », le rythme d'évolution de leur prix est passé de 1,5% en décembre et janvier, à 7,1% en février. La hausse des prix des autres produits réglementés a légèrement décéléré de 1,5% à 1,4%, en liaison essentiellement avec l'atténuation de 4,2% à 3,4% de la hausse des prix des « services médicaux ».

Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et des produits à tarifs réglementés, l'inflation sous-jacente est restée stable à 1,3% entre janvier et février. Cette stabilité a été enregistrée au niveau de l'ensemble des composantes de l'inflation sous-jacente, notamment à 1,1% pour les produits alimentaires, à 2,5% pour la rubrique « logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles » et à 1% pour le transport.

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

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

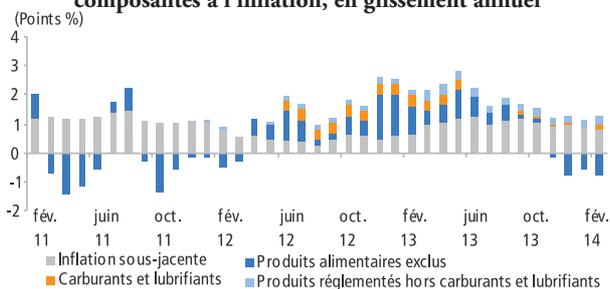
\* Hors produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

**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**

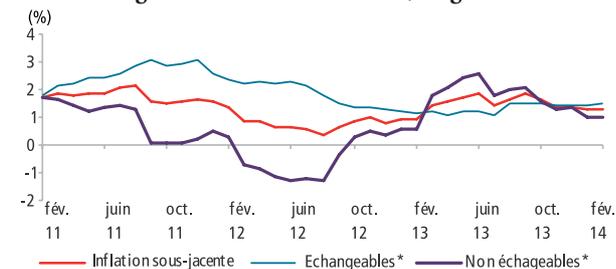
Produits (DH/Litre)	A partir du					
	1 janv. 14	16 janv. 14	1 fév. 14.	16 fév. 14	1 mars 14	16 mars 14
Super carburant	12,02	12,02	12,75	12,87	13,04	12,91
Gasoil 50	8,54	8,54	8,54	8,88	8,88	8,88
Fuel industriel (Dh/Tonne)	5 076,6	4 944,4	5 742,0	5 864,8	5 936,8	5 846,5

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix par catégorie de biens échangeables et non échangeables indique que l'évolution de l'inflation sous-jacente s'explique par la quasi-stabilisation aussi bien de l'inflation des produits échangeables (IPCXE) que celle des produits non échangeables (IPCXNE).

**Graphique 5.3 : Evolution 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.

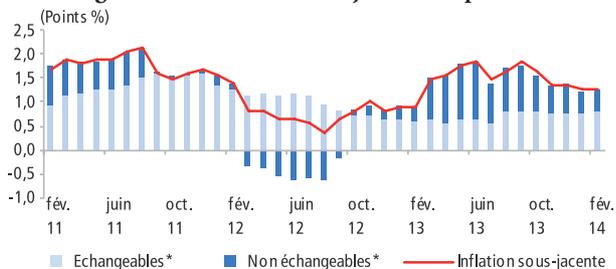
**Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX**

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	déc. 13	janv. 14	fév. 14	déc. 13	janv. 14	fév. 14
Biens échangeables*	0,2	0,2	0,1	1,4	1,4	1,5
Biens non échangeables*	0,1	-0,2	0,0	1,4	1,0	1,0

Sources : HCP et calculs de BAM.

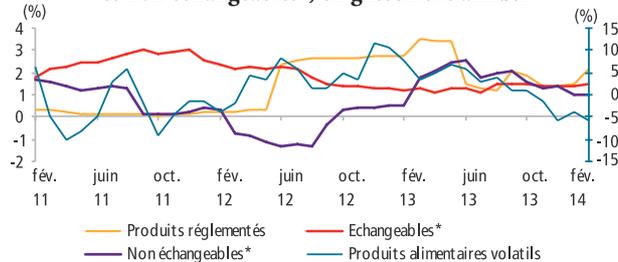
En effet, la hausse des prix des produits non échangeables est restée quasi-inchangée à 1%, en glissement annuel, entre janvier et février, contribuant ainsi à hauteur de 0,5 point de pourcentage à l'inflation sous-jacente. Cette évolution s'explique essentiellement par le rythme d'accroissement quasi-inchangé de l'ensemble de ses composantes, notamment les « viandes fraîches », « Loyers » et le « Transports ».

**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.

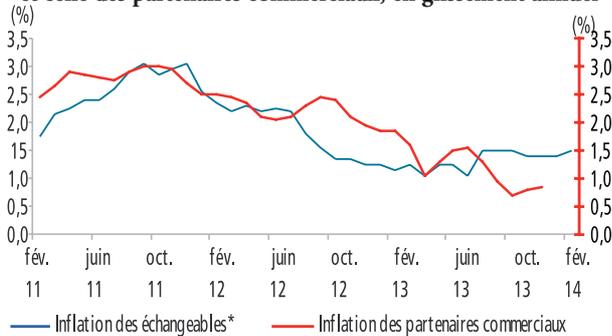
**Graphique 5.5: Evolution des prix des biens échangeables\* et non échangeables\*, en glissement annuel**



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

Pour leur part, et dans un contexte marqué par une poursuite du mouvement désinflationniste au niveau des principaux partenaires commerciaux du Maroc, les prix des biens échangeables se sont maintenus au même rythme de progression depuis le mois d'août dernier, soit 1,5%. Leur contribution à l'inflation sous-jacente est demeurée constante à 0,8 point de pourcentage.

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



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

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

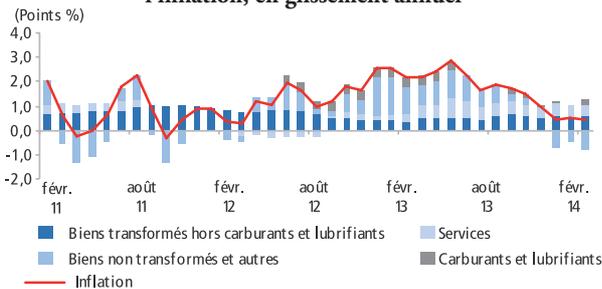
	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	janv. 14	fév. 14	janv. 14	fév. 14
Produits exclus de l'IPCX	0,3	-0,2	-0,3	-0,4
Produits réglementés	0,2	-0,3	-0,6	-0,8
Produits alimentaires volatils	0,0	0,1	0,3	0,4
Biens échangeables*	0,1	0,0	0,5	0,5
Biens non échangeables*	-0,1	0,0	0,3	0,3

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

### 5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la légère décélération de l'inflation reflète principalement l'accroissement de la baisse des prix des biens non transformés de 2,2% à 3,4%, qui a plus que compensé l'accélération de 1,5% à 7,1% de l'inflation des carburants et lubrifiants. Les biens transformés et les services ont pour leur part connu une stabilité du rythme d'accroissement de leur prix à 1,3% et 1,5% respectivement. La contribution de ces deux composantes à l'inflation ressort à 1,1 point de pourcentage contre 1 point de pourcentage un mois auparavant.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	déc. 13	janv. 14	fév. 14	déc. 13	janv. 14	fév. 14
Biens transformés*	0,2	0,2	0,0	1,3	1,3	1,3
Biens non transformés et autres	-1,2	0,8	-1,3	-3,1	-2,2	-3,4
Services	0,2	0,1	0,0	1,6	1,5	1,5
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	5,6	1,5	1,5	7,1

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

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle ont reculé mensuellement de 0,5%, en janvier 2014, après avoir progressé de 0,3% un mois auparavant. Cette évolution est liée principalement au repli de 1,5% des prix de la rubrique « Cokéfaction et raffinage », de 0,6% de la branche « Industries alimentaires » et dans une moindre mesure, à la baisse de 2,3% des prix des « Industries d'habillement ». Ces derniers ont plus que compensé la hausse des prix de la rubrique « Fabrication de produits à base de tabac ».

En glissement annuel, les prix à la production ont poursuivi leur reflux entamé depuis février 2013, avec un taux de 2,4% en janvier 2014 après le repli de 1,9% en décembre, en liaison avec les diminutions de 3,9% et 13,6% des prix à la production des branches « Cokéfaction et raffinage » et « Industrie chimique » respectivement. Dans le même temps, les prix ont augmenté de 8,6% pour la branche « Fabrication de produits à base de tabac » et de 3,3% pour celle des « Industrie du papier et du carton ».

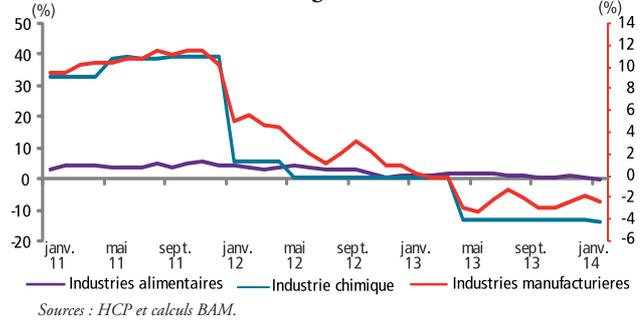
### 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de février 2014, les prix des produits industriels ne devraient pas connaître de variations significatives au cours des trois prochains mois. En effet, 74% des chefs d'entreprises anticipent une stagnation des prix, 16% tablent sur une baisse et 10% sur une hausse (Graphique 5.10).

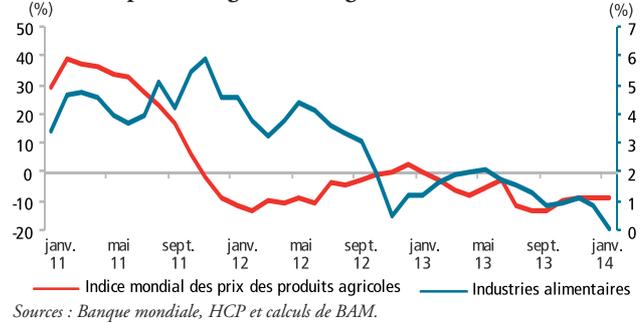
Les résultats de la même enquête laissent indiquer la poursuite de la modération de l'inflation aux cours des trois prochains mois. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises anticipant une stagnation de l'inflation, s'est établi à 71% en février, alors que 25% d'entre eux prévoient une accélération du niveau 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 augmentation modérée du niveau de l'inflation à l'horizon de six trimestres, passant de 2,3% à 2,4%.

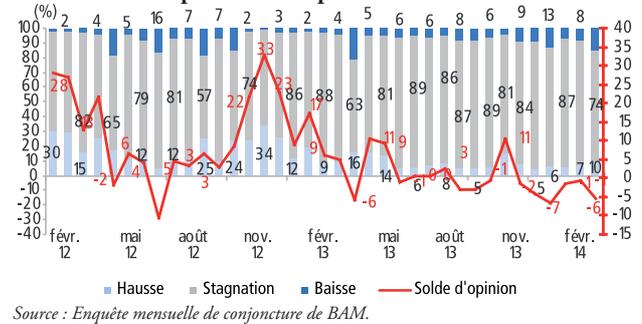
**Graphique 5.8: Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel**



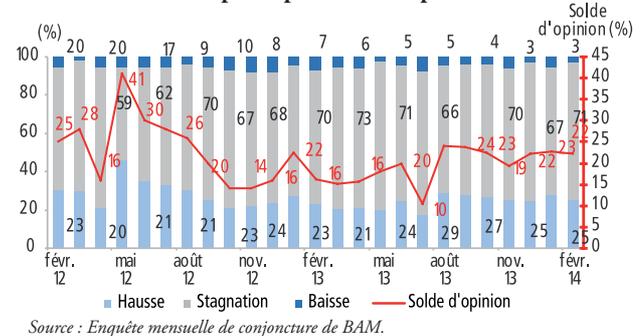
**Graphique 5.9 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles, en glissement annuel**



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



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



---

## 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 2%, soit un niveau légèrement inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (2,3%). Au cours de l'année 2014, l'inflation devrait se situer autour de 1,8%. Quant au premier semestre de 2015, elle devrait évoluer en moyenne aux environs de 2,4%. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est globalement équilibrée en raison des incertitudes entourant la demande étrangère adressée au Maroc ainsi que les cours internationaux des matières premières énergétiques.*

---

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Au quatrième trimestre de 2013, le raffermissement de l'économie mondiale s'est poursuivi et les prémices d'un redressement plus résilient commencent à se profiler. En effet, grâce à une demande intérieure vigoureuse et à la dissipation des tergiversations budgétaires, la progression de l'activité économique s'est accélérée aux Etats-Unis. De son côté, la zone euro affiche désormais des taux de croissance positifs, reflétant ainsi les progrès réalisés en matière de rétablissement de la viabilité des finances publiques et de consolidation de la confiance sur les marchés financiers. Par ailleurs et en dépit du ralentissement du rythme de la croissance chez les économies émergentes, la dynamique de l'investissement public en Chine et la bonne campagne agricole en Inde ont contribué au maintien de la production à un niveau favorable.

Néanmoins, la reprise de l'activité demeure hétérogène en lien avec la persistance d'un certain nombre de contraintes et de vulnérabilités. D'une part, les économies européennes en difficulté restent freinées par leurs niveaux élevés d'endettement qui continuent de limiter significativement les marges de manœuvres des pouvoirs publics et imposent des politiques d'austérité. D'autre part, le retrait progressif des mesures quantitatives de la Fed a accru le durcissement des conditions financières dans certains pays émergents. Ainsi et bien que les

flux de capitaux vers ces pays aient résisté, les cours des actions ne se sont pas complètement rétablis, les rendements des obligations souveraines ont affiché une tendance à la hausse et les marchés de change subissent des tensions.

Au plan des analyses fines et suite à plusieurs trimestres de récession, la zone euro a réalisé au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013 un taux de croissance de 0,5% après un recul de -0,3% enregistré durant le 3<sup>ème</sup> trimestre de la même année. Ce regain de vigueur relève principalement de l'accélération de la croissance en Allemagne (1,4% au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013 contre 0,6% au 3<sup>ème</sup> trimestre), d'une évolution plus favorable de l'activité en France (0,8% suite à 0,3%) ainsi que de l'atténuation de la récession en Espagne (-0,2% contre -1,1%) et en Italie (-0,8% après -1,9%).

Le profil positif de la croissance économique dans la zone euro reflète le regain de confiance entretenu notamment par une politique monétaire très accommodante, la consolidation des revenus des ménages grâce à l'évolution modérée des prix de l'énergie et la stabilité des marchés financiers. En effet, les indicateurs relatifs à la consommation privée se sont stabilisés durant le 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013 à un niveau relativement favorable et les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont significativement augmenté (5,1%). De même, la production industrielle de biens d'équipement hors construction (indicateur avancé de l'investissement) s'est inscrite en hausse au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013, après la

légère amélioration observée durant le trimestre précédent. Cette tendance confirme d'ailleurs les résultats des enquêtes récentes de la Commission européenne qui ont souligné l'amélioration de l'utilisation des capacités productives. En revanche, l'atonie caractérisant le secteur de la construction perdure, traduisant ainsi la faible confiance des opérateurs et la morosité du marché de l'emploi.

Malgré les progrès réalisés au niveau de la croissance économique, le chômage dans la zone euro s'est stabilisé durant le 4<sup>ème</sup> trimestre de l'année écoulée à un niveau relativement élevé (12%), dissimulant de fortes disparités entre les pays. Ainsi, le taux de chômage est resté faible en Allemagne comme en atteste le niveau d'environ 5% observé entre les mois de septembre et janvier. En France, la proportion des chômeurs a stagné aux alentours de 10,9% sur la même période, alors que l'Espagne (25,8% contre 26,4%) a affiché une baisse contrairement à l'Italie qui a connu une légère hausse (12,9% au lieu de 12,5%).

La baisse de l'inflation observée dans la zone euro durant le 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013 s'est prolongée en début d'année vu que ce taux est passé de 1,1% au mois septembre à 0,8% au mois de février. Cette tendance traduit principalement le recul des prix de l'énergie, la modération des prix des produits alimentaires et la stagnation des prix des produits hors énergie et des services.

En dépit des incertitudes qu'ont alimentées les négociations sur le relèvement du plafond de la dette publique, la croissance économique s'est accélérée aux Etats-Unis durant le 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013 avec la réalisation d'un taux de 2,7% après 2% au 3<sup>ème</sup> trimestre de la même année. Cette performance découle principalement du prolongement de la dynamique de constitution des stocks pour le quatrième trimestre consécutif, de la hausse de la consommation privée ainsi que de la bonne tenue des exportations. Cependant, après les évolutions favorables observées sur le marché de l'immobilier, l'investissement résidentiel a reculé durant le 4<sup>ème</sup> trimestre de 2013, contribuant ainsi négativement à la croissance.

Le cycle économique favorable que traverse l'économie américaine s'est positivement reflété

sur le marché du travail qui a connu de nouvelles baisses du taux de chômage. En effet, ce dernier est passé de 7,2% durant le mois de septembre à 6,7% au mois de février. D'après le dernier Rapport sur la politique monétaire de la Fed, ce recul relève également de la contraction de la population active en lien avec le resserrement post-crise financière des conditions sur le marché de l'emploi.

S'agissant des prix, l'inflation s'est inscrite en hausse aux Etats-Unis en passant de 1,2% en septembre à 1,6% durant le mois de janvier. Contrairement à la zone euro, la hausse de l'inflation est tirée par le rebond des prix de l'énergie et 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 de janvier, tablent pour la zone euro sur une croissance de l'ordre de 1% en 2014 et 1,4% en 2015. 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. Comparativement aux taux communiqués lors du RPM du mois de décembre, la prévision de croissance de 2014 relative à la zone euro n'a pas connu de changement, alors que celle concernant l'économie américaine a été légèrement revue à la hausse (un taux de 2,7% était prévu).

Les bonnes performances réalisées par l'économie américaine et les prémices d'une reprise plus dynamique dans la zone euro ont significativement contribué à restaurer la confiance dans les différents marchés. Néanmoins, des vulnérabilités ont émergé laissant entrevoir une balance des risques entourant les perspectives de croissance orientée à la baisse. En effet, les faibles taux d'inflation observés dans les pays avancés, et plus particulièrement dans la zone euro, suscitent des craintes quant à la baisse de l'inflation anticipée à long terme par les agents économiques. La confirmation de cette tendance pourrait ainsi induire une hausse prématurée des taux d'intérêt réels et favoriser l'accroissement des risques de déflation en cas de choc sur l'activité. Au plan de la stabilité financière, le relèvement des taux d'intérêt pourrait fragiliser les entreprises dont l'endettement s'est significativement alourdi et contenir la dynamique des marchés financiers

particulièrement dans les pays émergents qui subissent déjà des pressions au regard du retrait graduel des mesures de politique monétaire non conventionnelles décrétées par la Fed. Enfin, l'exacerbation des tensions géopolitiques dans les régions exportatrices de pétrole découlerait sur une envolée des cours des produits énergétiques, 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 0,9% en 2014 et de 1,2% en 2015 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de décembre (0,7% en 2014 et 1,1% en 2015) et en ligne avec les développements récents, les prévisions de croissance de nos principaux partenaires ont été légèrement revues à la hausse. À rappeler que ces taux sont calculés sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

S'agissant des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son dernier Rapport sur la politique monétaire datant de janvier, des taux d'inflation compris entre 1,4% et 1,6% en 2014 et oscillant entre 1,5% et 2% en 2015. De son côté, la BCE prévoit, dans son bulletin du mois de février, des taux d'inflation de 1,1% pour 2014 et 1,4% 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. La hausse des cours des matières premières et l'éventuel relèvement des prix administrés et de la fiscalité indirecte seraient contrebalancés par une croissance économique plus faible qu'anticipé.

Dans ces conditions, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, tablent sur une baisse en 2014 eu égard aux conditions favorables de démarrage de la campagne agricole chez les principaux pays exportateurs des denrées alimentaires ainsi qu'aux perspectives mitigées de la demande des pays

émergents. En 2015, les indicateurs pointent vers une stagnation des prix à l'import.

### 6.1.2 Environnement national

Les perspectives de croissance de l'économie nationale pour l'année 2014 demeurent mitigées, en lien avec les incertitudes entourant la consolidation de la reprise économique dans la Zone euro et l'orientation de la demande intérieure. Après avoir porté la croissance nationale en 2013, la composante agricole afficherait, pour sa part, un profil moyen contribuant ainsi négativement à la croissance durant l'année en cours.

En effet, malgré les pluies enregistrées depuis le début de l'année 2014, qui ont porté les retenues des barrages à usage agricole à 70,3% le 1er mars 2014, soit un déficit hydraulique de 7,8 points de pourcentage comparativement à la même période un an auparavant, le retard des précipitations en début de campagne continue de brider le rendement de la branche céréaliculture. Dans ces conditions, les prévisions de BAM tablent toujours sur une production céréalière de 70 millions de quintaux pour la campagne 2013-2014. Pour l'année 2015 et en l'absence de visibilité, l'hypothèse d'une campagne agricole moyenne est retenue.

A contrario, les activités non agricoles pourraient connaître un léger redressement, bien que fragilisé par l'évolution mitigée de la demande intérieure. En effet, le retour de la croissance chez les pays partenaires, après plusieurs trimestres de récession, devrait soutenir les exportations nationales hors phosphates. Néanmoins, la consommation des ménages durant les prochains trimestres resterait tributaire de la dynamique des crédits à la consommation et des transferts des MRE. De même, l'investissement privé demeure entouré d'incertitudes, alimentées notamment par la décélération des crédits à l'équipement et le fléchissement des importations en biens d'équipements à fin janvier.

Au regard de ces évolutions, la valeur ajoutée hors agriculture devrait avoisiner 4% au titre de l'année 2014. Au total, la croissance globale s'établirait à 3%, freinée principalement par la contraction

de la valeur ajoutée agricole. A noter que ces prévisions n'ont pas connu de changements par rapport à celles énoncées dans le du RPM du mois de décembre 2013. Néanmoins, elles demeurent marquées par un certain nombre de risques liés principalement à l'ampleur de la reprise de la demande étrangère ainsi que l'évolution des cours des matières premières sur les marchés internationaux.

Concernant le marché du travail, les dernières données disponibles datant du quatrième trimestre de 2013 pointent vers une augmentation du taux de chômage de 0,8% en glissement annuel, s'établissant ainsi à 9,5% au lieu de 8,7% une année auparavant. Cette évolution retrace une hausse de l'effectif en chômage aussi bien en milieu urbain que rural. En effet, le taux de chômage urbain a progressé de 1,2% passant ainsi de 13,2% à 14,4%. En milieu rural, il s'est établi à 4% au lieu de 3,6%, soit une progression de 0,4%.

Ainsi et malgré les créations d'emploi dans l'agriculture (128 000 postes) et les services (98 000 postes), des pertes d'emploi ont été encore enregistrées dans les secteurs BTP (-66 000 postes) et industrie (-37 000 postes).

Toutefois et selon les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM, les industriels anticipent globalement une quasi-stagnation de l'effectif employé pour le trimestre en cours, couvrant une quasi-stagnation dans les industries chimique et para-chimique, agroalimentaire et textile, et une légère baisse de l'emploi dans les secteurs mécanique et électronique. Ainsi, ces perspectives ne devraient pas peser sur l'évolution future des salaires et aucune réévaluation du SMIG n'est anticipée dans le cadre du scénario central. Par conséquent, l'hypothèse d'un niveau de SMIG établi à 12,24 Dh/heure est retenue sur l'horizon de prévision.

Enfin et en lien avec l'amélioration des conditions de l'offre et la décélération attendue de la croissance chez les pays émergents, la Banque Mondiale a revu à la baisse, dans son édition du mois de janvier, ses projections relatives au prix du baril du pétrole qui s'établissent désormais à 103,5 et 99,8 dollars au titre de 2014 et 2015 au

lieu de 105 et 102 dollars le baril communiqués précédemment. Pour sa part, le FMI a revu à la hausse, dans son actualisation du mois de janvier, ses prévisions du cours du baril qui devraient passer de 101,35 à 103,8 dollars en 2014 et de 95,33 dollars à 98,47 dollars pour l'année prochaine. Cette évolution est attribuée principalement à la persistance des risques géopolitiques dans la région du Moyen-Orient.

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 16 janvier 2014, le prix du gasoil à la pompe devrait connaître une augmentation progressive durant l'année 2014.

## 6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 2%, soit un niveau légèrement inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM (2,3%). De même, la prévision de l'inflation pour l'année 2014 fait ressortir un taux moyen de 1,8%, en baisse par rapport à celui prévu dans l'exercice de décembre (2,5%). Au cours du premier trimestre de l'année 2015, la prévision de l'inflation devrait se situer autour de 2,6%, soit un niveau supérieur à celui communiqué lors du dernier RPM (2%). Au cours du deuxième trimestre de l'année 2015, l'inflation devrait enfin se situer à 2,3%.

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

La balance des risques entourant le scénario central de cet exercice est équilibrée. Cette orientation découle des incertitudes entourant les cours des matières premières et la demande étrangère adressée au Maroc. La matérialisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait conduire à une déviation du niveau de l'inflation par rapport à la prévision centrale, avec une valeur comprise (à une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

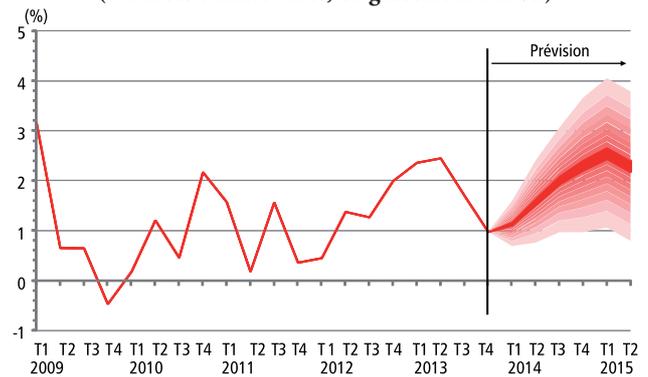
**Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2014 T1 –2015 T2**

	2014				2015		Moyenne 2014	HP*
	T1	T2	T3	T4	T1	T2		
Prévision centrale (%)	1,1	1,6	2,0	2,3	2,6	2,3	1,8	2,0

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

**Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2014 T1 - 2015 T2**  
(Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

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

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

بنك المغرب  
بنك المغرب