



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 28 / 2013

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 24 septembre 2013





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 24 septembre 2013



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l’offre et de la demande globale	15
1.1 Production	15
1.2 Consommation	17
1.3 Investissement	18
1.4 Commerce extérieur	20
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	22
2.1 Tensions sur les capacités de production	22
2.2 Tensions sur le marché du travail	23
3. Environnement international et prix à l’importation	25
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	25
3.2 Prix des matières premières et inflation	29
3.3 Indice des valeurs unitaires à l’importation du Maroc	32
4. Conditions monétaires et prix des actifs	34
4.1 Conditions monétaires	34
4.2 Prix des actifs	40
5. Evolution récente de l’inflation	43
5.1 Evolution de l’inflation	43
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	44
5.3 Biens et services	45
5.4 Indice des prix à la production industrielle	46
5.5 Anticipations d’inflation	47
6. Perspectives de l’inflation	48
6.1 Hypothèses du Scénario de base	48
6.2 Prévision d’inflation et balance des risques	51

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes	16
Graphique 1.2	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires	16
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale	16
Graphique 1.4	: Evolution de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers.....	17
Graphique 1.5	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	17
Graphique 1.6	: Projections de la croissance du PIB T2 2013-T2 2014.....	17
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des recettes voyages	18
Graphique 1.8	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des crédits à la consommation	18
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement	18
Graphique E1.1.1	: Solde budgétaire, en millions de dirhams.....	19
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires	20
Graphique 1.11	: Cumul des importations	21
Graphique 1.12	: Cumul des exportations	21
Graphique 1.13	: Evolution des quantités importées et des prix du pétrole brut	21
Graphique 2.1	: Output gap non agricole.....	22
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	22
Graphique 2.3	: Soldes d'opinion relatifs à l'évolution des composantes du coût unitaire de production par secteur au deuxième trimestre 2013.....	22
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail	23
Graphique 2.5	: Evolution de l'emploi par secteur d'activité	23
Graphique 2.6	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel	24
Graphique 2.7	: SMIG trimestriel en termes nominal et réel.....	24
Graphique 3.1	: Evolution du spread LIBOR -OIS	25
Graphique 3.2	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis	25
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	26
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	26
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	26
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	27
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés.....	27
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents	28
Graphique 3.9	: Evolution des indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	28
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en \$/baril	29
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	30
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.....	31
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'import hors énergie	32
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'import des produits miniers	32
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import des demi-produits	32
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires	32
Graphique 3.19	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national	33
Graphique 3.20	: Evolution de l'IPM	33
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire	34
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor.....	35

Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle	35
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité ¹ et TMP du marché monétaire interbancaire	35
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires.....	36
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	36
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	36
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire	36
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs	37
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs	37
Graphique 4.5	: Variation en glissement annuel de M3	37
Graphique 4.6	: Ecart monétaire	37
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire	38
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel des composantes de M3	38
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel des dépôts	38
Graphique 4.10	: Variation en glissement annuel du crédit	38
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit	39
Graphique 4.12	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	39
Graphique 4.13	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes	39
Graphique 4.14	: Variation en glissement annuel des placements liquides et des dépôts à terme.....	40
Graphique 4.15	: Evolution du taux de change du dirham	40
Graphique 4.16	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham	40
Graphique 4.17	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers	40
Graphique 4.18	: Variation de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat	41
Graphique 4.19	: Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier	41
Graphique 4.20	: Evolution des indices boursiers	41
Graphique 4.21	: Evolution depuis le début de l'année, des indices sectoriels	41
Graphique 4.22	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents et frontiers au deuxième trimestre 2013	42
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente	43
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes de l'IPC à l'inflation	44
Graphique 5.3	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés, en glissement annuel.....	44
Graphique 5.4	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	44
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux	45
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	46
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	46
Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	47
Graphique 5.10	: Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles	47
Graphique 5.11	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	47
Graphique 5.12	: Anticipations de l'inflation par les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	47
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2013 T3 - 2014 T4	51

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité	15
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale à fin juillet 2013.....	20

Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage.....	23
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance	27
Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance.....	28
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage	29
Tableau 3.4	: Perspectives d'évolution des taux de chômage dans les principaux pays avancés.....	29
Tableau 3.5	: Futures du prix du pétrole	30
Tableau 3.6	: Evolution récente de l'inflation	31
Tableau 3.7	: Evolution de l'IPM	33
Tableau 4.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire.....	34
Tableau 4.2	: Taux créditeurs	35
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions.....	42
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes	43
Tableau 5.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	44
Tableau 5.3	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés.....	46
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens et services	46
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2013 T3 –2014 T4.....	51

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Evolution des finances publiques à fin juillet 2013.....	19
Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	35
Encadré 5.1	: Nouveau système d'indexation partielle des prix de certains combustibles liquides.....	45

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 24 septembre 2013

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 24 septembre 2013.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du quatrième trimestre 2014.
3. Le Conseil a noté que la conjoncture économique mondiale a été marquée au deuxième trimestre 2013 par un début de reprise dans la zone euro, après six trimestres consécutifs de contraction. De même, la croissance a continué de s'améliorer aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon. Cette reprise, qui reste toutefois fragile, devrait se poursuivre au deuxième semestre 2013, comme le laisse indiquer l'évolution récente des indicateurs infra-annuels. En revanche, la décélération de la croissance se poursuit, à différents rythmes, dans les principaux pays émergents et pourrait s'accroître sous l'effet, en particulier, des incertitudes liées à l'échéancier de sortie de la politique d'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis. Ces dernières se traduisent notamment par une augmentation des taux obligataires, un reflux des capitaux vers les pays avancés et une dépréciation des monnaies de certains pays émergents. Sur le marché de l'emploi, la situation n'a pas connu d'amélioration dans la zone euro où le taux de chômage s'est maintenu à 12,1% au mois de juillet, alors qu'aux Etats-Unis, le recul du chômage s'est poursuivi pour s'établir à 7,3% au mois d'août, avec toutefois une baisse de 0,2 point du taux d'activité à 63,2%. Pour ce qui est du crédit, il s'est contracté de 1,9% en juillet dans la zone euro, soit sa 15ème baisse consécutive, et a continué sa décélération aux Etats Unis, enregistrant un taux de progression de 2% en août après 2,7% le mois précédent. Ces évolutions ont contribué au maintien de l'inflation à des niveaux modérés, particulièrement dans les pays partenaires, malgré la hausse des cours des produits énergétiques au cours des trois derniers mois, laissant ainsi entrevoir pour le Maroc l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine externe au cours des prochains trimestres.
4. Au niveau national, impactée par la persistance de l'atonie de la demande étrangère et l'affaiblissement de la demande intérieure, la croissance non agricole a enregistré un net ralentissement au premier trimestre 2013 à 1,9%, après 4,1% au quatrième trimestre 2012. En revanche, la valeur ajoutée des activités agricoles a enregistré une progression de 17,7%, portant la croissance économique à 3,8%, après 2,3% au quatrième trimestre 2012. Pour l'ensemble de l'année 2013, la hausse du PIB devrait s'établir entre 4,5% et 5%. Sur le marché de l'emploi, les données relatives au deuxième trimestre 2013 font état d'une aggravation du chômage à 8,8% contre 8,1% au même trimestre de 2012, avec une légère augmentation du taux d'activité de 0,2 point à 49,2%. Par ailleurs, les données du mois d'août de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie montrent une importante baisse du taux d'utilisation des capacités de production à 63%. Dans ces conditions, l'output gap non agricole devrait se maintenir à court terme en dessous de zéro, indiquant l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande.
5. Sur le plan des finances publiques, les données arrêtées à fin août 2013 montrent une progression de 0,4% des recettes ordinaires, recouvrant une augmentation de 18,5% des rentrées non fiscales et une baisse de 1,6% des recettes fiscales. En parallèle, les dépenses globales ont enregistré une hausse

de 1,2%, malgré le repli de 19% des charges de compensation. En conséquence, le déficit budgétaire s'est établi à 39,4 milliards de dirhams contre 34,2 milliards un an auparavant. Si une telle tendance se maintient, ce déficit devrait ressortir autour de 5,5% du PIB à fin décembre 2013.

6. S'agissant des comptes extérieurs, les données disponibles à fin août montrent une baisse de 2,4% des importations et de 1,5% des exportations. Le déficit commercial s'est atténué, en conséquence, de 3,1% par rapport à la même période de l'année précédente. Dans le même temps, les recettes voyages ont augmenté de 2,1%, les transferts des MRE de 1% et les recettes au titre des investissements directs étrangers ont atteint 26,6 milliards de dirhams, en amélioration de 22% par rapport à la même période de 2012. Compte tenu des autres éléments du compte de capital, l'encours des réserves internationales nettes s'est accru de 4,3%, à 150,2 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 4 mois et 4 jours d'importations de biens et services. Sur la base de ces évolutions, le déficit du compte courant devrait se situer au terme de l'année 2013 autour de 8% du PIB et l'encours des réserves internationales nettes avoisinerait l'équivalent de 4 mois d'importations de biens et services.
7. Pour ce qui est de la sphère monétaire, les évolutions récentes indiquent une absence de pressions inflationnistes, avec un écart monétaire demeurant à un niveau négatif. Le rythme de progression annuel de l'agrégat M3 s'est situé à 6,5% en août après 5,8% en juillet et 4,5% au deuxième trimestre, et celui du crédit bancaire s'est établi à 2,6% après 2,2% et 3,2% respectivement. En parallèle, les dépôts à vue ont poursuivi leur amélioration enregistrant une progression de 5,8% après 4,1% en juillet et 3,6% en moyenne au premier semestre. A fin décembre 2013, la croissance du crédit devrait se situer, selon les dernières données disponibles, aussi bien du côté offre que du côté demande, autour de 4%. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les taux débiteurs montrent que ces derniers ont augmenté de 8 points de base à 6,09% au deuxième trimestre, sous l'effet essentiellement de l'augmentation des taux appliqués aux crédits de trésorerie. En ce qui concerne le taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,33% en termes nominaux et s'est déprécié de 0,42% en termes réels d'un trimestre à l'autre. S'agissant de l'indice des prix des actifs immobiliers, il a accusé une baisse de 0,2% en glissement annuel.
8. Dans ces conditions, l'inflation est demeurée globalement en ligne avec les prévisions publiées dans le rapport sur la politique monétaire de juin 2013. Elle s'est établie à 1,9% en août, après 1,6% en juillet et 2,4% en moyenne au premier semestre. Sa composante sous-jacente a légèrement augmenté à 1,6% après 1,5% en juillet, sous l'effet de l'accélération de la progression des prix des biens non échangeables, de 1,1% à 1,5%, et des biens échangeables, de 1,8% à 2%. Par ailleurs, suite à la remontée des cours mondiaux des produits énergétiques depuis juin, la baisse des prix à la production industrielle s'est atténuée de 2,4% en juin à 0,2% en juillet.
9. Le Conseil, après l'analyse des répercussions du nouveau système d'indexation des prix de certains produits pétroliers et des mesures d'accompagnement annoncées, a pris note des projections d'inflation qui font ressortir un taux de 2,2% en 2013, de 1,7% en 2014, de 1,5% au terme du quatrième trimestre 2014, et de 1,8% en moyenne sur cet horizon. Ces prévisions restent donc globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme.
10. Dans ce contexte caractérisé par une balance des risques légèrement orientée à la hausse et une prévision centrale de l'inflation qui demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme, le Conseil, tout en continuant à suivre de près l'ensemble de ces évolutions, a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%.

APERÇU GÉNÉRAL

La conjoncture économique au niveau international a été marquée au cours du deuxième trimestre 2013 par un début de reprise au niveau de la zone euro avec une croissance positive d'un trimestre à l'autre après six contractions consécutives. En glissement annuel, le PIB de la zone a enregistré une baisse de 0,5% après celle de 1% au premier trimestre sous l'effet de l'amélioration de la croissance en Allemagne, de -0,3% à 0,5%, et dans une moindre mesure en France, où elle s'est établie à 0,3% après une contraction de 0,5% au premier trimestre. De même, l'activité a continué de se renforcer aux Etats-Unis, enregistrant une progression de 1,6% après 1,3%, et s'est nettement améliorée au Royaume-Uni avec un taux de 1,5% au lieu de 0,3%. Au Japon, l'accroissement du PIB s'est établi à 0,9% après 0,1% au premier trimestre, à la faveur d'une politique économique et monétaire expansionnistes qui a contribué au renforcement de la confiance des ménages et des entreprises. Pour le deuxième semestre 2013, la reprise dans les pays avancés devrait se poursuivre globalement comme le laisse indiquer l'évolution favorable de plusieurs indicateurs à haute fréquence. En revanche, la croissance dans les principaux pays émergents continue de ralentir, notamment en Chine où elle est revenue de 7,7% à 7,5% d'un trimestre à l'autre. Cette décélération risque d'être accentuée par les incertitudes liées à l'échancier de sortie de la politique d'assouplissement quantitatif aux États-Unis et qui se traduisent, en plus d'une hausse des taux obligataires, par un reflux des capitaux vers les pays avancés et une dépréciation des monnaies des pays émergents. La roupie indienne et le real brésilien, en particulier, ont enregistré des replis respectifs de 15% et 10% vis-à-vis du dollar, entre début juin et début septembre.

Pour ce qui est du crédit, il a poursuivi la baisse entamée en mai 2012 dans la zone euro, se contractant en glissement annuel de 1,9% après 1,6% en juin, soit sa 15^{ème} diminution consécutive. Aux Etats-Unis, son rythme de progression a continué sa décélération observée depuis janvier 2013 pour s'établir à 2% en août au lieu de 2,7% le mois précédent.

Sur le marché de l'emploi, la situation n'enregistre pas d'amélioration dans la zone euro où le taux de chômage s'est maintenu à 12,1% au mois de juillet. En revanche, aux Etats-Unis le recul du chômage se poursuit avec un taux de 7,3% au mois d'août, soit le niveau le plus bas depuis décembre 2008. Cette évolution favorable, qui s'est reflétée par une création nette d'emplois de 169.000 postes, s'est accompagnée d'une baisse du taux d'activité de 0,2 point de pourcentage.

Pour les matières premières, la montée des risques géopolitiques liés en particulier à la situation en Egypte et en Syrie, s'est traduite par une pression à la hausse depuis le mois de juin sur les prix des produits pétroliers, alors que les cours des matières premières hors énergie restent orientés à la baisse en glissement annuel, contribuant ainsi à l'atténuation des pressions inflationnistes à l'échelle mondiale.

Au niveau national, la persistance sur plusieurs trimestres de l'atonie de la demande étrangère et l'affaiblissement de la demande intérieure ont contribué à une nette décélération de la croissance non agricole au premier trimestre 2013, pour s'établir à 1,9% contre 4,4% un an auparavant. Les activités agricoles ont, en revanche, enregistré une hausse de 17,7% de leur valeur ajoutée portant la croissance nationale à 3,8%, après 2,3% au quatrième trimestre 2012. Pour les deuxième et troisième trimestres, les indicateurs infra-annuels disponibles laissent indiquer une poursuite du ralentissement des activités non agricoles comme en témoigne en particulier la baisse de 10,2% des ventes de ciment à fin août et de 1,1% de celles d'électricité à fin juillet; la production industrielle s'est, en revanche, légèrement redressée au deuxième trimestre avec une augmentation de 0,2% contre une contraction de 0,7% un trimestre

auparavant. La croissance du PIB non agricole devrait se situer à 2,6% en moyenne, alors que celle du PIB global s'établirait autour de 5%, sous l'effet de l'amélioration prévue des activités agricoles.

Dans ces conditions et en dépit des signes de reprise de l'activité économique dans la zone euro, l'output gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation des tensions inflationnistes d'origine interne, devrait se maintenir selon les estimations de Bank Al-Maghrib en dessous de zéro, un résultat corroboré par les données de l'enquête mensuelle de conjoncture qui montrent une baisse du taux d'utilisation des capacités de production en juillet à 69%. Sur l'ensemble de l'année, et grâce à la forte amélioration des activités agricoles, la croissance globale devrait rester dans une fourchette de 4,5% à 5%, avec une plus importante décélération du secteur non agricole.

Pour ce qui est des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin juillet 2013 révèle une aggravation du déficit budgétaire à 33,7 milliards de dirhams contre 24,9 milliards un an auparavant. Les recettes ordinaires ont accusé une baisse de 2,2%, reflétant une réduction de 2,7 milliards des rentrées fiscales, avec notamment une diminution de 11,7% de celles de l'IS. En parallèle, et malgré un repli de 24,6% des charges de compensation, les dépenses globales ont augmenté de 2% avec une hausse de 10,1% des dépenses de biens et services.

S'agissant des comptes extérieurs, les données disponibles à fin août font état d'une atténuation de 3,1% du déficit commercial, résultat d'une baisse des importations plus prononcée que celle des exportations. En effet, les importations ont régressé de 2,4%, en liaison notamment avec le repli de 4,3% des achats de produits énergétiques et de 21,1% des produits brutes. En regard, les exportations ont reculé de 1,5%, recouvrant le fléchissement de 18,7% des ventes de phosphates et dérivés et la hausse de 4,7% des autres exportations. Parallèlement, les recettes voyages et les transferts MRE ont marqué des progressions respectives de 2,1% et de 1%. Compte tenu des autres éléments du compte de capital, l'encours des réserves internationales nettes a augmenté de 4,3%, par rapport à son niveau de la même période de l'année dernière, à 150,2 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 4 mois et 4 jours d'importations de biens et services.

Au plan monétaire, les données du mois de juillet 2013 font ressortir une légère accélération du rythme de progression annuel de l'agrégat M3 qui s'est situé à 5,8% après 4,5% au deuxième trimestre, l'écart monétaire continue toutefois à évoluer au dessous de zéro. Dans le même temps, le taux d'accroissement du crédit bancaire est revenu de 3,2% à 2,2%, reflétant la décélération de ses différentes composantes, à l'exception des prêts à l'équipement. Concernant la liquidité bancaire, le déficit a atteint 76,6 milliards de dirhams en moyenne entre juillet et août 2013, soit un creusement de 17,2 milliards par rapport au trimestre passé. Bank Al-Maghrib est intervenue au moyen d'opérations d'avances à 7 jours et à 24 heures et a également porté l'encours de ses opérations de refinancement à 3 mois à 20 milliards de dirhams, dont 6 milliards au titre des opérations de prêts garantis par des effets privés représentatifs de crédits destinés au PME et TPE. Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib pour le deuxième trimestre 2013 indiquent une hausse de 8 points de base du taux moyen pondéré à 6,09%, sous l'effet essentiellement de l'augmentation des taux appliqués aux crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, aux crédits à la consommation. Quant au taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,33% au deuxième trimestre en termes nominaux par rapport au trimestre précédent et s'est déprécié de 0,42% en termes réels, en liaison avec un différentiel d'inflation en faveur du Maroc par rapport à ses principaux partenaires et concurrents.

De son côté, l'indice des prix des actifs immobiliers a accusé une baisse de 0,2% en glissement annuel, recouvrant des replis respectifs de 3,7% et 0,8% des prix des actifs commerciaux et fonciers et un accroissement de 0,4% de ceux des biens résidentiels.

Dans ces conditions, l'inflation est demeurée globalement en ligne avec les prévisions publiées dans le rapport sur la politique monétaire de juin 2013. Elle s'est établie à 1,9% en août, après 1,6% en juillet et 2,4% en moyenne au premier semestre. Sa composante sous-jacente a légèrement augmenté en août s'établissant à 1,6%, après 1,5% en juillet, sous l'effet de l'accélération de la progression des prix des biens non échangeables, de 1,1% à 1,5%, et des biens échangeables, de 1,8% à 2%. Par ailleurs, suite à la remontée des cours mondiaux des produits énergétiques depuis juin, la baisse des prix à la production industrielle est revenue de 2,4% en juin à 0,2% en juillet.

L'évolution future des prix sera impactée par l'entrée en vigueur du nouveau système d'indexation des prix de certains produits pétroliers en l'occurrence, le gasoil, l'essence et le fuel industriel. Les prix à la pompe de ces derniers seront désormais calculés sur la base des prix internationaux et de subventions unitaires déterminés annuellement par les pouvoirs publics.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, 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 hausse à 2,2% en 2013 et devrait s'établir à 1,7% en 2014, à 1,5% au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre 2014, et à 1,8% en moyenne sur l'horizon. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme de l'horizon.

بنك المغرب
بنك المغرب

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

Au premier trimestre 2013, la croissance nationale s'est établie à 3,8%, après 2,3% au quatrième trimestre 2012, portée par une amélioration de 17,7% de la valeur ajoutée agricole, alors que la croissance non agricole s'est inscrite en nette décélération à 1,9%. Pour les deuxième et troisième trimestres, la hausse du PIB devrait s'établir à 4,9% et 5% respectivement, reflétant une progression de 22% et de 19,9% des activités agricoles. L'activité non agricole a été affectée au cours des derniers trimestres par la persistance de la morosité de la conjoncture dans la zone euro et par l'attentisme des opérateurs économiques. Au niveau de la demande intérieure, cette évolution s'est traduite par un repli pour le deuxième trimestre consécutif de l'investissement, une tendance qui devrait persister à court terme. Pour sa part, et bien qu'en décélération, la consommation des ménages devrait bénéficier notamment de l'amélioration des revenus ruraux. Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB devrait se situer entre 4,5% et 5%, à la faveur notamment d'une expansion de la valeur ajoutée agricole. En somme, les éléments d'analyse de l'offre et de la demande indiquent que les pressions sur les prix demeurent modérées.

1.1 Production

Au premier trimestre 2013, la croissance nationale s'est située à 3,8% contre 2,3% au quatrième trimestre 2012 et 2,7% sur l'ensemble de l'année 2012. Cette évolution recouvre un net ralentissement à 1,9% de la croissance non agricole et une amélioration de 17,7% de celle des activités agricoles. Selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, la croissance nationale se serait établie à 4,9% au deuxième trimestre 2013, reflétant une hausse de 2,3% du PIB non agricole et de 22% de la valeur ajoutée agricole.

En effet, les données définitives du Ministère de l'Agriculture indiquent une hausse de 91% de la production céréalière par rapport à la campagne précédente, s'élevant ainsi à 97 millions de quintaux, avec une amélioration du rendement moyen de 84% à 18,6 quintaux par hectare.

Pour ce qui est des activités non agricoles, leur croissance devrait revenir en une année de 4,6% et 4,7% à 2,3% et 2,8% respectivement aux deuxième et troisième trimestres. La valeur ajoutée de l'industrie extractive aurait été en hausse de 0,5% au cours du deuxième trimestre 2013, contre une baisse de 3,6% un trimestre auparavant. La production marchande de phosphate brut a légèrement progressé, en glissement annuel, de 0,1% au deuxième trimestre 2013 après avoir reculé de 1% au trimestre précédent. En revanche, les exportations de phosphate et dérivés, en diminution de 18,7% à fin août 2013, continuent

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			
	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII _p	TIII _p
Agriculture	6,1	6,0	4,3	-8,3	-9,5	-8,5	-9,1	17,7	22,0	19,9
VA non agricole	4,7	5,0	5,1	4,4	4,5	4,7	4,0	1,9	2,5	3,0
Industrie extractive	3,0	0,8	9,5	-5,0	-5,0	4,7	-3,7	-3,6	0,5	0,5
Industrie de transformation	0,8	3,2	3,5	2,9	1,4	1,4	0,1	0,5	1,6	1,1
Electricité et eau	5,9	4,2	12,1	11,2	9,0	9,9	-1,9	-4,2	-0,4	4,0
Bâtiment et travaux publics	1,7	6,1	7,0	5,0	3,5	-0,5	0,7	-5,9	-4,7	-3,5
Commerce	4,7	4,6	4,9	3,2	2,7	2,0	1,4	2,3	2,3	2,4
Hôtels et restaurants	-3,9	-2,8	-6,8	-4,8	3,9	2,7	8,8	3,7	4,0	4,7
Transports	6,5	5,9	3,9	2,8	4,2	2,5	5,3	0,2	1,5	2,2
Postes et télécommunications	15,5	24,1	23,0	23,7	22,4	27,1	28,6	14,7	14,5	14,2
Administration publique générale et sécurité sociale	6,4	5,7	4,5	7,4	6,9	6,3	6,1	6,4	6,4	6,5
Autres services*	6,3	5,6	4,4	5,1	5,5	5,4	5,8	2,6	3,3	3,4
Impôts sur les produits nets des subventions	2,2	3,5	1,4	5,6	5,7	4,6	4,8	1,0	1,1	1,2
PIB hors agriculture	4,4	4,8	4,7	4,5	4,6	4,7	4,1	1,9	2,3	2,8
Produit intérieur brut	4,5	5,0	4,7	2,8	2,7	2,9	2,3	3,8	4,9	5,0

(*) 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.

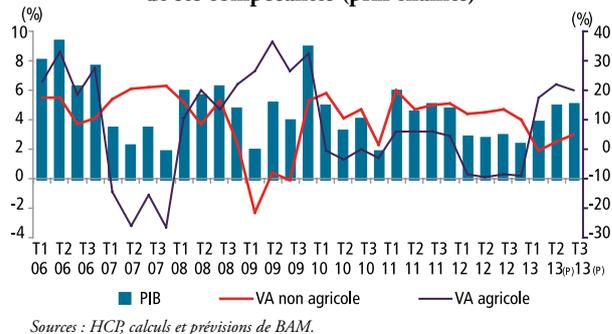
de subir les effets d'une demande étrangère faible et de la poursuite de la baisse des prix de phosphate, en fléchissement de 21,6% au mois d'août par rapport à la même période de l'année précédente et de 7,6% d'un mois à l'autre.

Pour sa part, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation aurait enregistré une relative amélioration au deuxième trimestre 2013, avec une augmentation de 1,6%, après celle de 0,5% un trimestre auparavant, mais connaîtrait une décélération à 1,1% au troisième trimestre. L'indice à la production des industries manufacturières a enregistré une hausse de 0,2% au deuxième trimestre après une baisse de 0,7% au premier trimestre. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib relatifs au mois de juillet indiquent que la production aurait baissé par rapport à son niveau de l'année précédente selon 57% des industriels enquêtés, ramenant ainsi le taux d'utilisation des capacités de production à 69% après 72% au mois de juin.

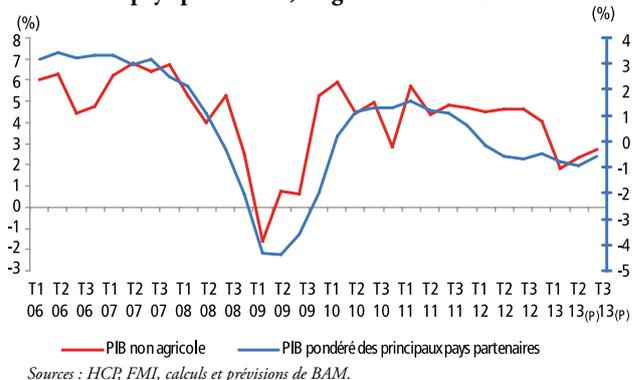
La valeur ajoutée de la branche «électricité et eau» aurait reculé de 0,4% au deuxième trimestre 2013, en nette atténuation par rapport à la contraction de 4,2% observée au premier trimestre et ce, consécutivement à une réduction limitée à 0,9% de la production nette locale de l'ONE ainsi qu'une hausse de 2,5% de ses ventes en haute et moyenne tensions. Au troisième trimestre 2013, elle devrait se redresser de 4%.

Pour la branche du bâtiment et travaux publics, les données récentes continuent de faire état d'une baisse de l'activité. En effet, les ventes de ciment se sont repliées de 10,2% à fin août 2013, contre une hausse de 2,7% à la même période de l'année précédente. En outre, les crédits accordés aux promoteurs immobiliers se sont contractés de 2% à fin juillet 2013, après une hausse de 0,4% au deuxième trimestre et un repli de 0,5% au cours du premier trimestre, et ce, parallèlement à un recul pour le quatrième trimestre consécutif du nombre de transactions des actifs fonciers. Dans ces conditions, la valeur ajoutée du BTP se serait contractée de 4,7% au deuxième trimestre, ce repli devant s'atténuer à 3,5% au cours du troisième trimestre.

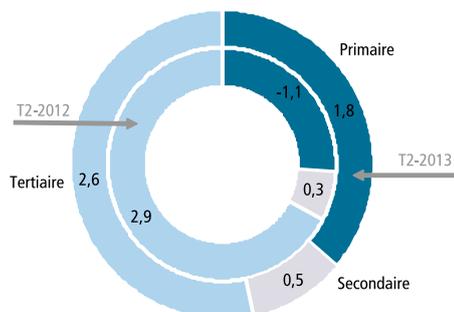
Graphique 1.1 : Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes (prix chaînés)



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



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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

Du côté des activités tertiaires, la valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait augmenter, en glissement annuel, de 14,5% et de 14,2% aux deuxième et troisième trimestres 2013, respectivement. Les dernières données disponibles relatives au deuxième trimestre 2013 indiquent une progression de 6,9% du parc de la téléphonie mobile et de 30,3% de celui d'Internet, contre 7% et 60,3% respectivement à la même période en 2012.

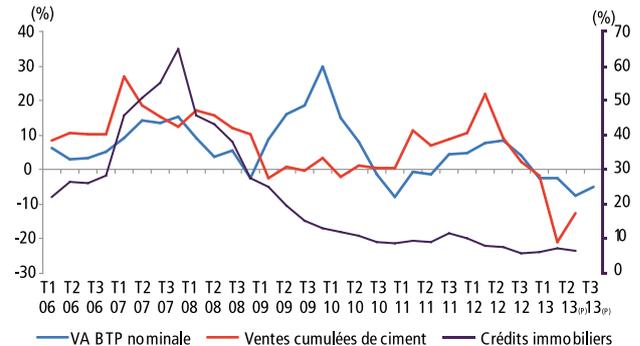
L'activité touristique aurait cru de 4% au deuxième trimestre 2013, après 3,7% un trimestre auparavant. Les recettes de voyage se sont accrues de 2,1% à fin août. La valeur ajoutée touristique devrait enregistrer une accélération à 4,7% au troisième trimestre 2013, bénéficiant de la reprise de l'activité au mois d'août.

Sur l'ensemble de l'année 2013, les prévisions de la croissance nationale devraient s'établir dans une fourchette entre 4,5% et 5%, portée notamment par une expansion de la valeur ajoutée agricole.

1.2 Consommation

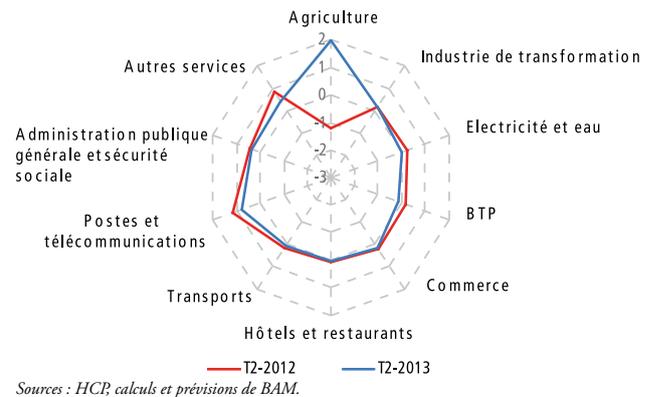
Le rythme de progression de la consommation finale nationale a enregistré un ralentissement, en termes réels, à 3,4% au premier trimestre 2013, après 6,2% un trimestre auparavant et 4,7% au premier trimestre 2012. Cette évolution reflète la décélération d'un trimestre à l'autre de la croissance des dépenses de consommation finale des ménages de 5,4% à 3% et de celle des administrations publiques de 9,1% à 4,8%. Pour le reste de l'année, la consommation finale des ménages devrait connaître une certaine amélioration en liaison, notamment, avec la hausse des revenus liée à la bonne campagne agricole. Pour leur part, les données des échanges extérieurs font ressortir une hausse à fin août de 1% des transferts des MRE et de 2,1% des recettes voyages par rapport à la même période de 2012. Les importations des produits finis de consommation ont marqué un recul de 5,4%, alors que les demi-produits ont enregistré une augmentation de 3,1%. En parallèle, les crédits à la consommation ont accusé un net ralentissement revenant en une année de 17,5% à 2,9% à fin juillet. Par ailleurs, la hausse importante du taux de chômage au

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



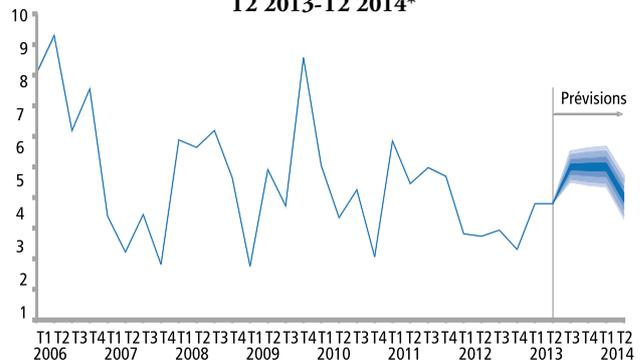
Sources : APC, HCP, calculs et prévisions de BAM.

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

Graphique 1.6 : Projections de la croissance du PIB T2 2013-T2 2014*



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

deuxième trimestre 2013, soit 8,8% au lieu de 8,1% une année auparavant, devrait influencer négativement la consommation.

Bien qu'un léger ralentissement soit anticipé au cours des prochains trimestres, la consommation des administrations publiques devrait rester importante. En effet, les dernières données disponibles indiquent une hausse de 10,1% des dépenses de fonctionnement à fin juillet, contre 14,2% à la même période une année auparavant, tirée par une progression de 5% des dépenses du personnel et de 22,9% de celles des autres biens et services.

Investissement

Après plusieurs trimestres d'évolution positive, le quatrième trimestre 2012 a enregistré une baisse de 0,8% de l'investissement. Cette orientation s'est poursuivie au premier trimestre 2013, avec une diminution de 2%.

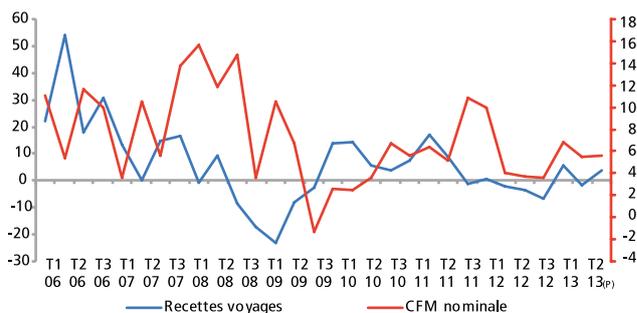
Pour ce qui est du deuxième trimestre, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib indiquent que les dépenses d'investissement sont restées inchangées pour 60% des entreprises enquêtées et en hausse pour 23% d'entre elles, avec un climat des affaires jugé moyen.

Les données monétaires indiquent, pour leur part, une amélioration de 1,2% des crédits à l'équipement à fin juillet, après une baisse de 2,9% un an auparavant et un ralentissement des crédits immobiliers, revenant de 7,9% à 5,2%.

Par ailleurs, les indicateurs des échanges extérieurs font ressortir une augmentation de 5,8% des importations des biens d'équipement à fin août. En parallèle, l'indice des prix des actifs immobiliers a connu une diminution de 0,2% au deuxième trimestre 2013. Cette évolution recouvre des replis respectifs de 3,7% et 0,8% des prix des actifs commerciaux et fonciers, ainsi que l'accroissement de 0,4% de ceux des biens résidentiels.

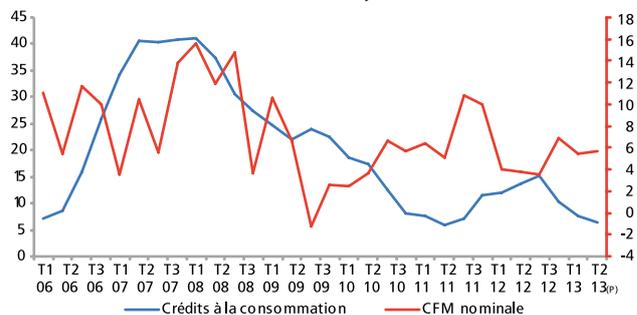
Par ailleurs, selon la situation des charges et ressources du Trésor, à fin juillet, les dépenses d'investissement ont marqué une progression de 6%, liée en partie à l'exécution tardive de la Loi de finances en 2012.

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



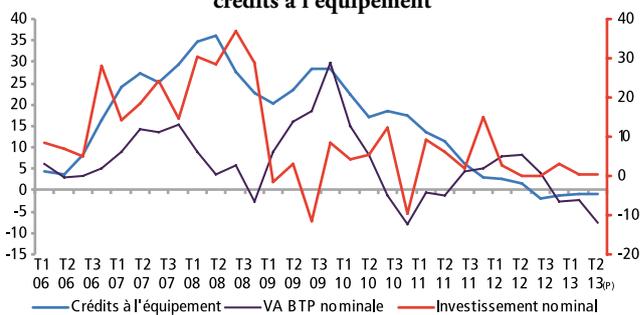
Sources : HCP, Office des changes, calculs et prévisions de BAM.

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



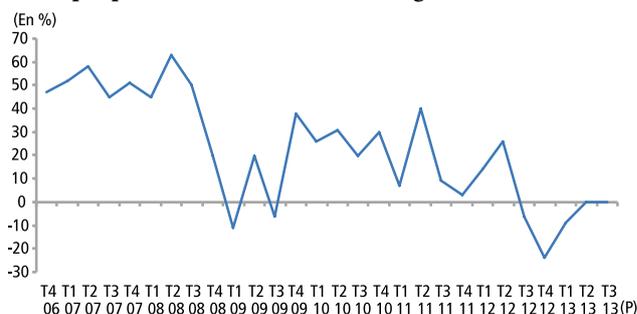
Sources : HCP, BAM, calculs et prévisions de BAM.

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



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

Graphique 1.10 : Evolution du climat général des affaires*



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

Encadré 1.1 : Evolution des finances publiques à fin juillet 2013

Au terme du mois de juillet 2013, l'exécution budgétaire fait ressortir un déficit de 33,7 milliards de dirhams, au lieu de 24,9 milliards un an auparavant. Cette aggravation est le résultat d'une baisse de 2,2% des recettes ordinaires, imputable à celle des recettes fiscales, et d'une hausse de 2% des charges globales en dépit d'une baisse des dépenses de compensation.

Les recettes ordinaires du Trésor ont régressé à 127,7 milliards, résultat d'une baisse de 2,3% des recettes fiscales et de 3% de celles non fiscales comparativement à fin juillet 2012. L'évolution des recettes fiscales reflète une diminution des rentrées de l'IS, des impôts indirects et des droits de douane, alors que les produits de l'IR et des droits d'enregistrement et de timbre ont enregistré une hausse.

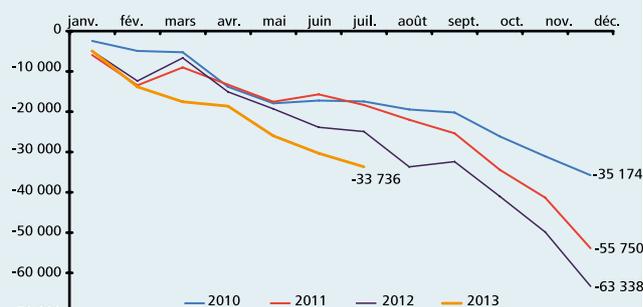
En effet, le produit des impôts directs a baissé de 3,1% à 44,1 milliards, recouvrant essentiellement une diminution de 11,7% des recettes de l'IS à 22,6 milliards et un accroissement de 6% des rentrées de l'IR à 20,1 milliards. Pour leur part, les recettes des impôts indirects ont été en repli de 1,5% à 57,9 milliards de dirhams. Le produit de la TVA a baissé de 1,3% à 45,3 milliards, imputable aux réductions de 1,7% et 0,5% des recettes de la TVA sur les importations et à l'intérieur, respectivement. De même, la taxe intérieure de consommation a généré 12,6 milliards, en diminution de 2,3%. Quant aux recettes des droits de douane, d'un montant de 4,4 milliards, elles ont été en retrait de 20% à fin juillet 2013, alors que les droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 9,7% à 7,9 milliards.

Les recettes non fiscales ont enregistré une baisse de 3% pour un total de 12 milliards de dirhams, recouvrant une hausse de 2 milliards des autres recettes et une baisse de 2,4 milliards des recettes de monopole et de participations. Ces dernières ont enregistré une réduction de 27,3% à 6,3 milliards, due pour l'essentiel à la baisse des transferts de l'OCP de 2 milliards et à celle de Maroc Télécom de 539 millions de dirhams.

En parallèle, les dépenses globales se sont élevées à 164 milliards de dirhams, en hausse de 2%. Cette évolution résulte d'une hausse de 6% des dépenses d'investissement à 24,7 milliards et d'une augmentation de 1,3% des dépenses ordinaires à 139,2 milliards de dirhams. En effet, les dépenses de fonctionnement ont progressé de 10,1% à 86,8 milliards, reflétant une hausse de 5% des dépenses de personnel à 59 milliards et de 22,9% des charges des autres biens et services à 27,8 milliards. Il en est de même des charges en intérêts de la dette qui ont augmenté de 15,8% à 14,4 milliards. Quant aux dépenses de compensation, elles se sont repliées de 24,6% à 24,5 milliards par rapport à fin juillet 2012, dont 3,5 milliards au titre du seul mois de juillet, en ligne avec la moyenne mensuelle des six premiers mois de l'année 2013.

Dans ces conditions, le solde ordinaire ressort déficitaire à hauteur de 11,5 milliards, au lieu de 6,8 milliards à fin juillet 2012. Compte tenu du solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 2,5 milliards et suite au remboursement d'arriérés de paiement pour un montant de 10,5 milliards, le stock des arriérés s'étant ainsi réduit à 9,9 milliards au lieu de 20,5 milliards en décembre 2012, le déficit de caisse s'est établi à 44,3 milliards, au lieu de 31,8 milliards au terme de la même période de l'année précédente. Le Trésor a financé son besoin, d'une part, par des ressources intérieures d'un montant de 36,2 milliards, dont 34,4 milliards ont été levés par voie d'adjudication et, d'autre part, par un flux net extérieur positif à hauteur de 8,1 milliards, contre un flux net négatif de 2,6 milliards à fin juillet 2012.

Graphique E1.1.1 : Solde budgétaire, en millions de dirhams



1.4 Commerce extérieur

Les données du commerce extérieur à fin août confirment la poursuite de l'atténuation du déficit commercial, suite à une baisse des importations plus importante que celle des exportations.

En effet, la balance commerciale a dégagé un solde négatif de 131,7 milliards de dirhams, en diminution de 3,1% comparativement à la même période de l'année précédente, contre une aggravation de 12,1% un an auparavant. Cette évolution s'explique par la baisse de 2,4% ou 6,1 milliards de dirhams des importations qui se sont établies à 252,9 milliards de dirhams. De même, les exportations ont diminué de 1,5% ou 1,9 milliard, se situant à 121,2 milliards de dirhams. Le taux de couverture s'est situé à 47,9% au lieu de 47,5% pendant la même période de l'année précédente.

Le fléchissement des importations est lié essentiellement au recul de 4,3% des achats d'hydrocarbures à 66,2 milliards de dirhams. Cette baisse est attribuable principalement à celle de 8,9% des acquisitions de pétrole brut à 21 milliards de dirhams. Pour leur part, les achats de produits hors énergie ont accusé un repli de 1,7% se situant à 186,7 milliards de dirhams. Les importations ont baissé de 21,1% pour les produits bruts, de 5,4% pour les biens de consommation et de 7,2% pour ce qui est des produits alimentaires, à 12,4 milliards pour le premier, et à 42,3 milliards et 25,1 milliards pour les deux autres. A cet effet, les approvisionnements ont accusé un repli de 27,1% pour le soufre brut, de 79,7% pour l'orge et de 27,6% pour le sucre, s'établissant respectivement à 3,2 milliards, 266 millions et 2,7 milliards de dirhams. Parallèlement, les achats de vêtements confectionnés et de voitures de tourisme ont accusé des baisses respectives de 24,6% et de 14,5%. En revanche, les importations de biens d'équipement ont augmenté de 5,8% à 52,7 milliards de dirhams, en liaison avec l'accroissement de 72,5% des achats de pièces détachées pour véhicules industrielles à 2,4 milliards de dirhams. De même, les importations de demi-produits ont progressé de 3,1% à 54,2 milliards de dirhams, sous l'effet notamment de la hausse de 48,3%

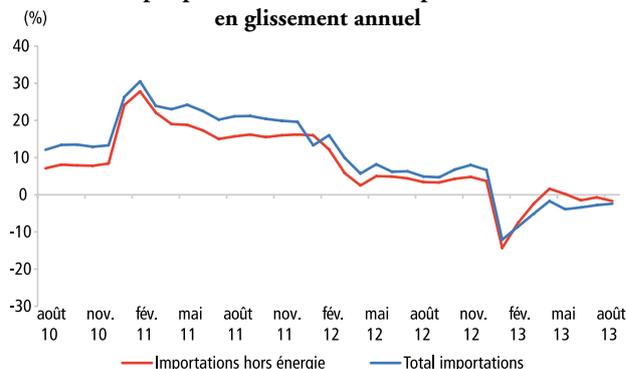
Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale à fin août 2013

(En millions de dirhams)	fin août		Variations	
	2012	2013*	Montant	%
Exportations	123 096	121 194	-1 902	-1,5
Exportations de phosphates et dérivés	32 714	26 586	-6 128	-18,7
Exportations hors phosphates et dérivés	90 382	94 608	4 226	4,7
Automobile	16 173	19 267	3 094	19,1
Aéronautique	4 173	5 080	907	21,7
Electronique	4 770	5 230	460	9,6
Agriculture et Agro-alimentaire	21 331	22 527	1 196	5,6
Textile et cuir	22 736	22 154	-582	-2,6
Importations	259 033	252 925	-6 108	-2,4
Importations de produits énergétiques	69 187	66 227	-2 960	-4,3
Importations hors énergie	189 846	186 698	-3 148	-1,7
Biens de consommation	44 681	42 250	-2 431	-5,4
Produits alimentaires	27 051	25 114	-1 937	-7,2
Produits bruts	15 732	12 420	-3 312	-21,1
Biens d'équipement	49 764	52 657	2 893	5,8
Demi-produits	52 633	54 242	1 609	3,1
Déficit commercial	135 937	131 731	-4 206	-3,1

* Données provisoires.

Source : OC.

Graphique 1.11 : Cumul des importations, en glissement annuel

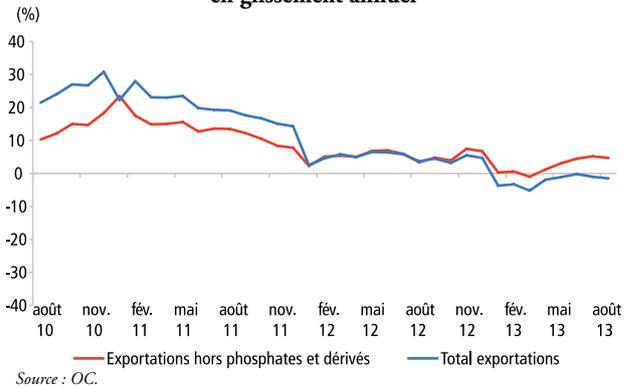


Source : OC.

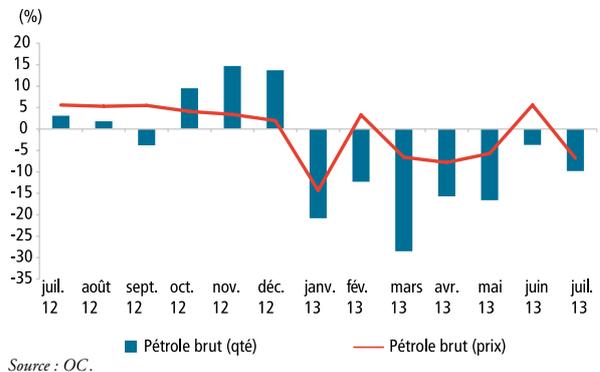
des acquisitions de fils et barres à 3,5 milliards de dirhams.

En regard, l'évolution des exportations recouvre un repli de 18,7% des ventes de phosphates et dérivés à 26,6 milliards de dirhams et une augmentation de 4,7% des autres exportations à 94,6 milliards de dirhams. Ainsi, les expéditions du segment construction automobile ont enregistré une hausse de 62,1% à 6,9 milliards de dirhams. Pour leur part, les ventes du secteur aéronautique se sont accrues de 21,7%, atteignant 5,1 milliards de dirhams. Les livraisons du secteur de l'agriculture ont également augmenté de 5,6% à 22,5 milliards de dirhams, recouvrant un accroissement de 13% des ventes de l'industrie alimentaire et une baisse des exportations de 7,6% des produits de la pêche et de 4,2% pour celles d'agrumes et primeurs. Parallèlement, les exportations de produits électroniques ont augmenté de 9,6% à 5,2 milliards de dirhams. En revanche, les ventes du secteur du textile et cuir ont accusé un repli de 2,6% à 22,2 milliards de dirhams.

Graphique 1.12 : Cumul des exportations, en glissement annuel



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



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

Dans un contexte marqué par des signes de reprise de l'activité économique dans la zone euro et la poursuite du ralentissement de la demande intérieure, l'output gap non agricole devrait se maintenir, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, en dessous de zéro au cours des deuxième et troisième trimestres 2013. Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production est ressorti en baisse de six points en août à 63%, niveau qui demeure inférieur à sa moyenne historique de 71%.

En matière d'emploi, le deuxième trimestre a été caractérisé par une augmentation du taux de chômage de 0,7 point de pourcentage à 8,8%. Dans le même temps, le SMIG horaire et les salaires dans le secteur privé ont progressé respectivement de 2,1% et 3,9% en termes réels.

Globalement, l'analyse de ces différents facteurs tend à indiquer l'absence de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres.

2.1 Tensions sur les capacités de production

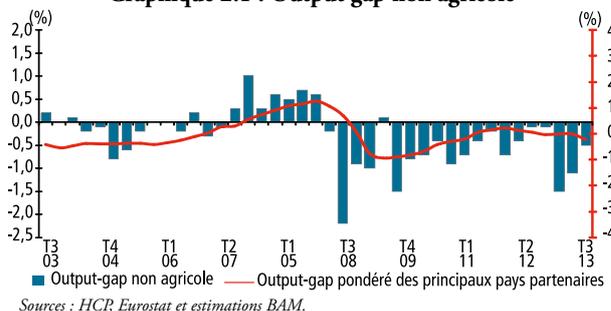
L'output gap non agricole devrait se situer, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, à -0,5% au troisième trimestre contre -1,3% au premier semestre et -0,3% en moyenne en 2012, ce qui dénote de la poursuite de la modération des pressions de la demande globale sur les prix.

Après une baisse de trois points en juillet, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC), tel qu'il ressort des résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque, est revenu de 69% à 63% en août, niveau qui se situe en deçà de sa moyenne historique de 71% observée depuis 2007 (Graphique 2.2). Cette évolution recouvre une amélioration du TUC dans les industries agro-alimentaires et une baisse dans les autres branches.

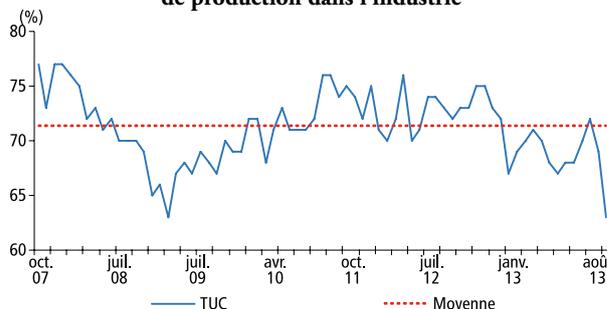
Selon la même enquête, les coûts unitaires de production industrielle auraient globalement stagné au cours du deuxième trimestre 2013, résultat d'une baisse dans les industries chimiques et parachimiques et d'une hausse dans les autres branches (Graphique 2.3). Au cours de ce trimestre, l'indice des prix à la production industrielle a marqué une baisse de 3,2% comparativement au premier avant de s'inscrire en hausse de 0,6% en juillet en variation mensuelle.

Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non agricoles s'est accru de 2,4% au cours du deuxième trimestre,

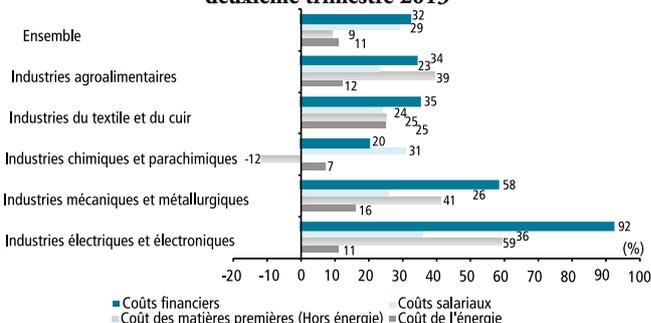
Graphique 2.1 : Output gap non agricole



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



Graphique 2.3 : Soldes d'opinion* relatifs à l'évolution des composantes du coût unitaire de production par secteur au deuxième trimestre 2013



* Différence entre les pourcentages des entreprises qui déclarent une hausse et celles qui indiquent une baisse.
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

en glissement annuel, contre une baisse de 1,1% au premier trimestre (Graphique 2.4). Cette augmentation s'explique par un rythme d'accroissement plus rapide de la valeur ajoutée non agricole (2,5%), telle qu'estimée par BAM, par rapport à celui de l'emploi non agricole (0,1%).

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du deuxième trimestre, la population active âgée de 15 ans et plus a connu une hausse de 2,1% à 11,9 millions de personnes, recouvrant un accroissement de 2,9% en zones urbaines et de 1,2% en milieu rural. Cette évolution s'est accompagnée d'une progression du taux d'activité, passant de 49% à 49,2%.

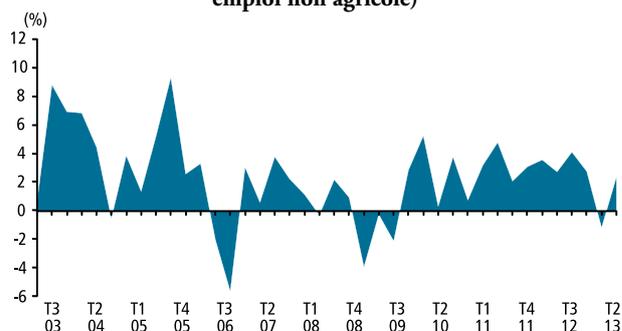
Les créations nettes d'emplois se sont élevées à 144.000 postes après 112.000 postes à la même période de 2012. Au niveau sectoriel, ces créations ont concerné principalement l'agriculture avec 136.000 postes et l'industrie avec 37.000 postes. Le secteur des services, principal pourvoyeur d'emplois en 2012, n'a pour sa part créé que 5.000 postes contre 110.000 un an auparavant. En revanche, le BTP a perdu 38.000 postes (Graphique 2.5).

Au total, la population active occupée ressort à 10,8 millions de personnes, en accroissement de 1,3% et le taux d'emploi a affiché un léger repli, revenant de 45% à 44,9%.

Dans ces conditions, le taux de chômage a augmenté de 0,7 point de pourcentage à 8,8% en glissement annuel, reflétant une progression de 1,5 point à 13,8% en milieu urbain et un repli de 0,3 point à 3,2% en milieu rural. Par tranche d'âge, le chômage des jeunes âgés de 15 à 24 ans a affiché la hausse la plus importante, avec un taux passant de 17,1% à 18,4% (Tableau 2.1).

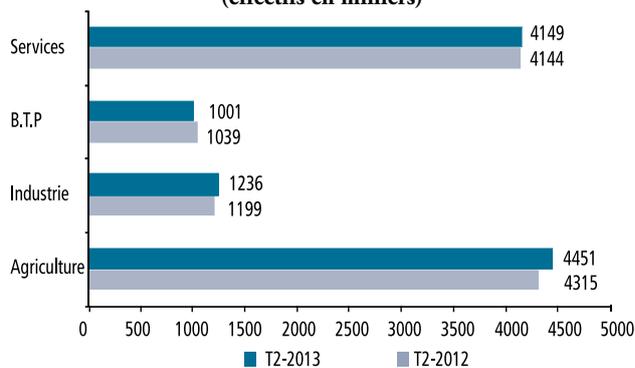
S'agissant des coûts salariaux, l'indice des salaires dans le secteur privé, basé sur les données de la CNSS, s'est apprécié au deuxième trimestre de près de 6,5%, en glissement annuel, en termes

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 de l'emploi par secteur d'activité (effectifs en milliers)



Source : HCP.

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

En milliers/en %	T2- 2012			T2- 2013		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Population active et emploi						
Population active ⁽¹⁾	6.162	5.494	11.656	6.339	5.561	11.900
Taux d'activité (en%) ⁽²⁾	43,0	58,0	49,0	43,3	58,3	49,2
Population active occupée	5.403	5.304	10.707	5.466	5.385	10.851
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	37,7	56,0	45,0	37,3	56,4	44,9
Chômage						
Population active en chômage	759	190	949	873	176	1.049
Taux de chômage (en%) ⁽⁴⁾	12,3	3,5	8,1	13,8	3,2	8,8
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	32,8	7,5	17,1	35,2	7,4	18,4
. 25 - 34 ans	18,4	4,1	12,3	20,2	3,7	13,2
. 35 - 44 ans	5,8	1,7	4,1	7,4	1,5	5,0
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	6,4	1,8	3,5	8,2	1,9	4,3
. Ayant un diplôme	16,7	10,9	15,4	17,9	8,6	15,8

(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

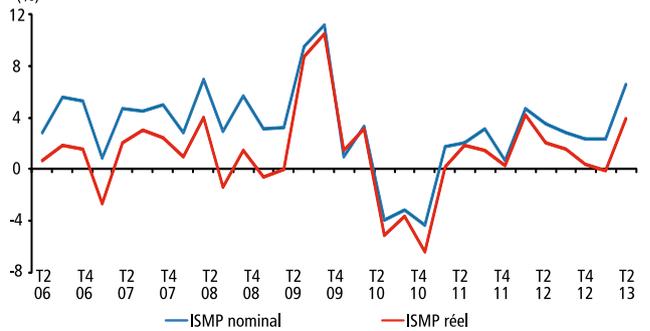
(3) Population active occupée âgée de 15 et plus / population totale âgée de 15 ans et plus

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

Source : HCP

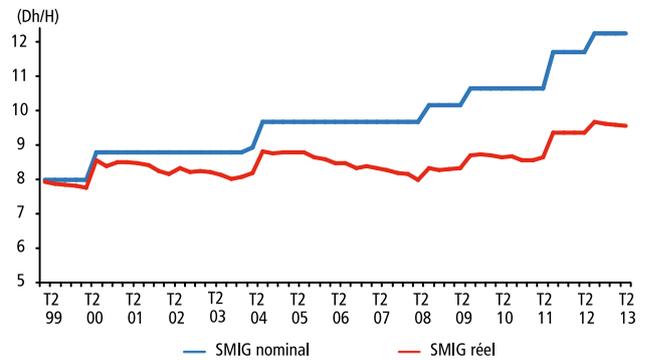
nominaux et de 3,9% en termes réels. Pour sa part, le SMIG horaire s'est accru de 2,1% en termes réels, au deuxième trimestre 2013.

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



Sources : CNSS et estimations BAM.

Graphique 2.7 : SMIG trimestriel en termes nominal et réel (Dh/H)



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

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

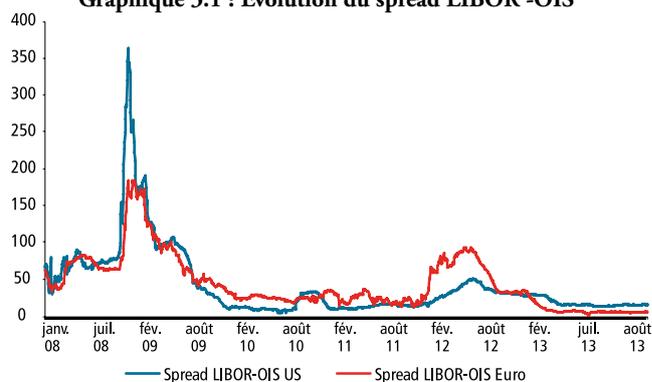
L'économie mondiale a montré au cours du deuxième trimestre quelques signes positifs, particulièrement au niveau des pays développés. En effet, l'activité économique s'est relativement redressée dans la zone euro, tirée principalement par la croissance en Allemagne et dans une moindre mesure en France, tandis qu'elle continue de gagner progressivement en vigueur aux Etats-Unis. Cette tendance devrait se poursuivre au troisième trimestre comme en atteste l'évolution favorable de plusieurs indicateurs à haute fréquence. Toutefois, les signes de redressement dans la zone euro ne se sont pas reflétés au niveau du marché de l'emploi, le chômage reste stable à des niveaux élevés dans les principaux pays, alors qu'aux Etats-Unis le taux de chômage continue de reculer pour atteindre 7,3% en août 2013, soit son niveau le plus bas depuis décembre 2008. Au Japon, le PIB a nettement progressé, favorablement impactée par les mesures budgétaires et monétaires engagées depuis le début de l'année. Quant aux pays émergents et en développement, leur croissance continue globalement son ralentissement, notamment en Chine, contribuant ainsi à la baisse des prix des matières premières hors énergie. Cette décélération risque d'être accentuée par les turbulences déclenchées par l'éventualité d'une atténuation de l'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis et qui se traduisent, en plus d'une hausse des taux obligataires, par un reflux des capitaux vers les pays avancés et une dépréciation des monnaies des pays émergents. Concernant les produits énergétiques, leurs cours se sont orientés à la hausse suite aux signes de reprise émanant de la zone euro et des Etats-Unis mais surtout à la montée des tensions géopolitiques liées en particulier aux événements en Syrie et en Egypte. S'agissant des perspectives, les projections du FMI datant de juillet dernier font ressortir une révision à la baisse de la croissance pour 2013 et 2014, plus marquée au niveau des pays émergents et en développement. En définitive, l'ensemble de ces évolutions laissent entrevoir la poursuite de la modération des pressions inflationnistes d'origine externe sur l'économie marocaine.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

3.1.1 Conditions financières

Au niveau des marchés obligataires, les taux souverains ont enregistré des baisses pour les pays périphériques de la zone euro et des hausses pour le reste des économies avancées. Ainsi, les taux de rendement à 10 ans sont revenus, entre juillet et août 2013, de 10,6% à 9,9% pour la Grèce, de 7% à 6,7% pour le Portugal, de 4,7% à 4,5% pour l'Espagne et de 4,4% à 4,3% en Italie. Inversement, les taux de rendement des obligations françaises et allemandes ont augmenté, passant de 2,2% à 2,3% et de 1,6% à 1,8% respectivement. Pour sa part, le taux de rendement des bons du Trésor américains a augmenté à 2,7% en août au lieu de 2,6%, le mois précédent. De même, les taux de rendement à 10 ans des principales économies émergentes se sont accrus d'un mois à l'autre, atteignant 8,4% au lieu de 7,8% en Inde, 11,4% au lieu de 10,6% au Brésil, 9,2% au lieu de 8,7% en Turquie et 3,9% au lieu de 3,6% en Chine. Ces hausses sont attribuables principalement aux risques de changements dans la politique

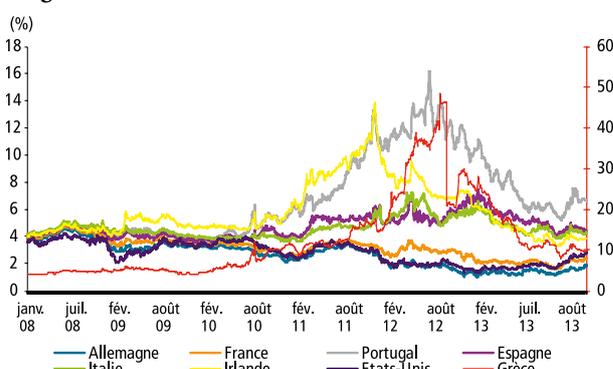
Graphique 3.1 : Evolution du spread LIBOR -OIS*



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

Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

d'assouplissement quantitatif de la Reserve Fédérale américaine au cours des prochains mois.

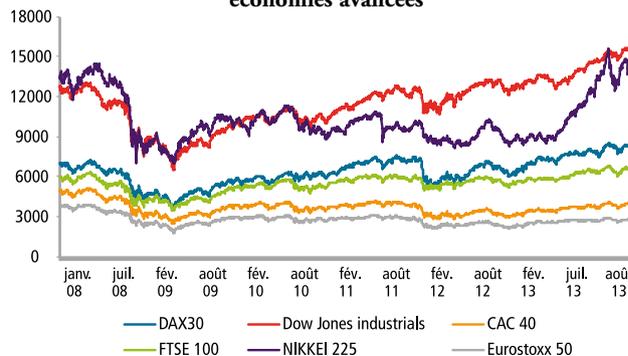
Concernant les marchés monétaires, les taux interbancaires ainsi que les spreads ont été généralement orientés à la hausse. En effet, hormis le Libor dollar à 3 mois qui a baissé de 0,27% à 0,26% en août, l'Euribor à 3 mois s'est accru de 0,22% à 0,23%. Pour leur part, les spread Libor-OIS euro et dollar ont marqué des hausses de 4,1% à 4,9% et de 16% à 16,4% respectivement.

D'un autre côté, le rythme d'évolution du crédit aux Etats-Unis a continué sa décélération observée depuis janvier 2013, s'établissant à 2,0% en août, en glissement annuel, au lieu de 2,7% le mois précédent. Dans la zone euro, le volume du crédit a poursuivi la baisse entamée en mai 2012, se contractant de 1,9% en juillet après 1,6%, soit la 15^{ème} baisse consécutive.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices ont évolué différemment selon les pays, avec globalement une atténuation de leur volatilité. En effet, sur les marchés européens, l'Eurostoxx50 et le CAC40 ont augmenté en août de 4,9% chacun, le DAX30 de 2,4% et le FTSE100 de 0,5%. En revanche, le NIKKEI225 et le Dow Jones, ont diminué de 3,4% et 0,2% respectivement. En termes de volatilité, le VSTOXX est revenu, d'un mois à l'autre, de 19,4 points de base à 17,6 points, alors que le VIX a reculé de 14,1 à 13,5 points. Poursuivant leur évolution au cours du mois précédent, les indices boursiers des économies émergentes ont été orientés à la baisse en août, le MSCI EM ayant diminué de 0,1%, en glissement mensuel, traduisant notamment le recul de 9% en Inde et 5% en Turquie.

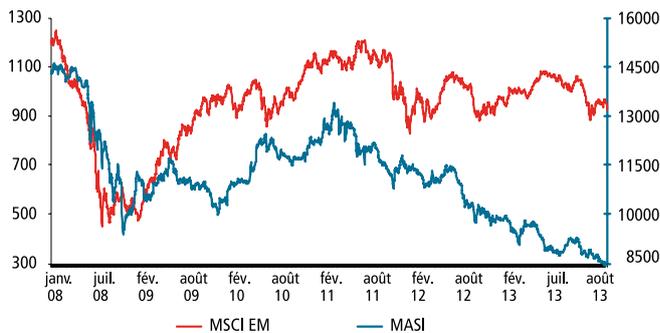
Sur les marchés de change internationaux, l'euro s'est échangé en moyenne à 1,33 dollar en août contre 1,29 dollar en juillet, soit une appréciation de 2,9% par rapport au mois précédent. En revanche, la monnaie unique s'est dépréciée de 0,4% vis-à-vis aussi bien

Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



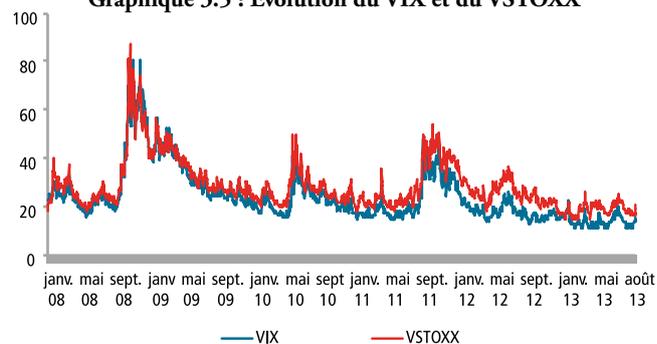
Source : Datastream.

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.

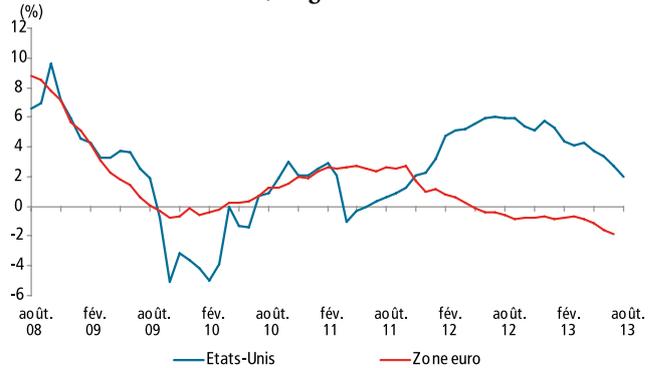
de la livre sterling, que du yen japonais. Pour leur part, les monnaies des principaux pays émergents continuent de subir les effets des sorties de capitaux liées à l'éventualité d'un repli de l'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis. Ainsi, du début juin à début septembre la roupie indienne et le real brésilien se sont dépréciés de 15% et de 10% respectivement vis-à-vis du dollar, tandis que le yuan chinois s'est apprécié de 0,2%.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la BCE et la Banque d'Angleterre ont maintenu, lors de leurs dernières réunions, leurs taux directeurs inchangés à 0,5%. La FED a annoncé, quant à elle, qu'elle continuerait à racheter des obligations au rythme mensuel de 85 milliards de dollars, contrairement aux attentes des marchés qui anticipaient une réduction de ces rachats. Elle a, en effet, estimé « qu'une poursuite du resserrement des conditions financières pourrait ralentir le rythme de la reprise de l'économie et du marché du travail américains ». En outre, elle a maintenu son taux directeur dans une fourchette de 0% à 0,25%.

3.1.2 Activité économique dans le monde

Au niveau de la sphère réelle, les derniers chiffres des comptes nationaux des pays avancés relatifs au deuxième trimestre indiquent globalement une amélioration de l'activité. Ainsi, la deuxième estimation de la croissance du second trimestre aux Etats-Unis fait état d'une progression du PIB en glissement annuel de 1,6% au lieu de 1,3% un trimestre auparavant, attribuable à la hausse des exportations et des dépenses de consommation. Dans le même sens, la croissance s'est nettement améliorée au Royaume-Uni, passant de 0,3% au premier trimestre à 1,5% au deuxième, en liaison particulièrement avec l'augmentation des exportations. Au Japon, la politique économique poursuivie depuis le début de l'année, continue de renforcer la confiance des ménages et des entreprises, la

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



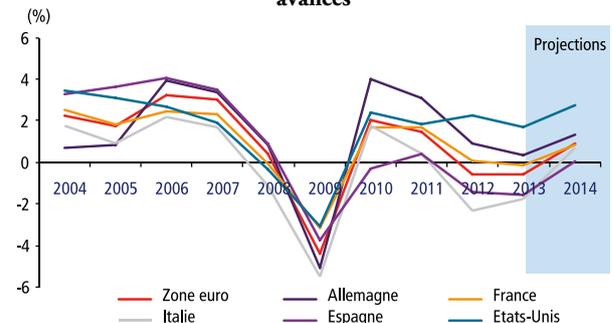
Source : Datastream.

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

	2011		2012			2013	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Etats-Unis	2,0	3,3	2,8	3,1	2,0	1,3	1,6
Zone euro	0,7	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-0,5
France	1,5	0,4	0,1	0,0	-0,3	-0,5	0,3
Allemagne	2,2	1,3	1,1	0,9	0,3	-0,3	0,5
Italie	-0,6	-1,7	-2,4	-2,6	-2,8	-2,4	-2,1
Espagne	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0	-1,6
Royaume-Uni	1,1	0,58	-0,02	0,12	0,0	0,3	1,5
Japon	0,0	3,3	3,9	0,4	0,3	0,1	0,9
Chine	8,9	8,1	7,6	7,4	7,9	7,7	7,5
Inde	6,0	5,1	5,4	5,2	4,7	4,8	4,4
Brésil	1,4	0,8	0,5	0,9	1,4	1,9	3,3

Source : Eurostat.

Graphique 3.7 : Evolution de la croissance dans les pays avancés



Source : FMI.

croissance du PIB s'étant élevée à 0,9% après 0,1% le trimestre précédent.

Quant à la zone euro, la contraction du PIB en glissement annuel s'est significativement atténuée au deuxième trimestre, revenant de 1% à 0,5%, conséquemment à la bonne performance des économies allemande et française, dont la croissance s'est élevée à 0,5% et 0,3% après des contractions de 0,3% et 0,5% respectivement au premier trimestre. Par ailleurs, le repli du PIB s'est atténué au deuxième trimestre de 2,4% à 2,1% en Italie, et de 2% à 1,6% en Espagne.

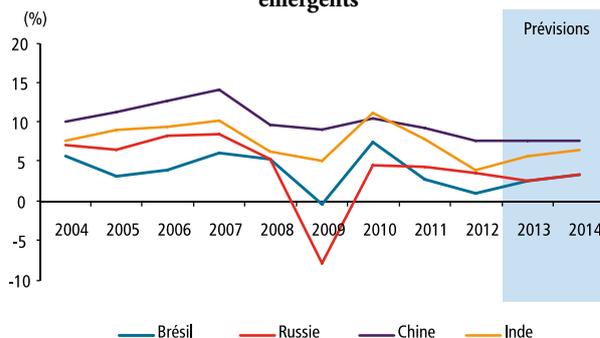
Concernant les pays émergents, la croissance en Chine a baissé pour le deuxième trimestre consécutif, revenant à 7,5% après 7,7% au premier trimestre, en relation avec la faiblesse de la demande extérieure. De même, la croissance a reculé en Inde de 4,8% à 4,4%, alors qu'au Brésil, le PIB s'est accru en glissement annuel de 3,3% après 1,9% le trimestre précédent.

Dans les pays avancés, la reprise enregistrée au deuxième trimestre devrait se poursuivre, comme en atteste l'évolution des indicateurs à haute fréquence des mois de juillet et août. En effet, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis, s'est accru en août de 11,4% à 55,7 points. Dans la zone euro, les indices PMI composite et manufacturier se sont établis au dessus de la barre de 50 pour le deuxième mois consécutif, atteignant 51,5 points de base et 53,5 points en août, respectivement.

Dans le même sens, dans sa dernière évaluation économique intérimaire datant du 3 septembre 2013, l'OCDE prévoit pour les économies avancées une croissance au second semestre 2013 au même rythme que celui observé au deuxième trimestre.

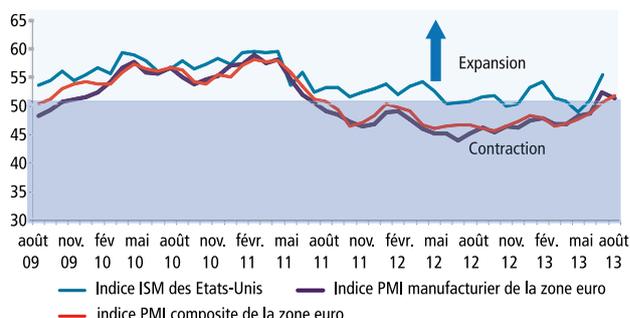
Les perspectives économiques du FMI datant de juillet dernier, ont fait ressortir une révision à la baisse des prévisions de la croissance pour 2013 et 2014, principalement au niveau des

Graphique 3.8 : Evolution de la croissance dans les pays émergents



Source : FMI.

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



Source : Datastream

Tableau 3.2 : Perspectives mondiales de la croissance

	Projections (en %)					
	Commission européenne*		FMI*		OCDE	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
PIB mondial	3,1	3,8	3,1	3,8	3,1	4,0
Etats-Unis	1,9	2,6	1,7	2,7	1,9	2,8
Zone euro	-0,4	1,2	-0,6	0,9	-0,6	1,1
Allemagne	0,4	1,8	0,3	1,3	0,4	1,9
France	-0,1	1,1	-0,2	0,8	-0,3	0,8
Italie	-1,3	0,7	-1,8	0,7	-1,8	0,4
Espagne	-1,5	0,9	-1,6	0,0	-1,7	0,4
Royaume Uni	0,6	1,7	0,9	1,5	0,8	1,5
Japon	1,4	1,6	2,0	1,2	1,6	1,4
Chine	8,0	8,1	7,8	7,7	7,8	8,4
Inde	5,7	6,6	5,6	6,3	5,7	6,6
Brésil	3,0	3,6	2,5	3,2	2,9	3,5
Russie	3,3	3,8	2,5	3,2	2,3	3,6

Source : Commission Européenne (mai 2013), OCDE (juin 2013), FMI (juillet 2013).

pays émergents et en développement. Ainsi, la croissance mondiale devrait se limiter à 3,1% et 3,8% respectivement en 2013 et 2014, au lieu de 3,3% et 4% prévue en avril. Dans les économies avancées, la croissance s'établirait à 1,2% en 2013 et à 2,1% en 2014, tandis que dans les pays émergents et en développement, elle devrait se limiter à 5% et 5,4%, sur la même période.

Par pays, les prévisions de la croissance aux Etats-Unis ont été revues à la baisse à 1,7% et 2,7% respectivement en 2013 et 2014, alors que dans la zone euro, la croissance s'établirait à -0,6% en 2013 et à 0,9% en 2014. Pour les principaux partenaires européens du Maroc, le FMI table sur une variation du PIB de 0,3% et de 1,3% en Allemagne et de -0,2% et 0,8% en France en 2013 et 2014. Par ailleurs, le Fonds prévoit pour l'Italie une croissance de -1,8% en 2013 et 0,7% en 2014, et de -1,6% et 0% pour l'Espagne sur la même période. Concernant les principaux pays émergents, la croissance devrait atteindre 7,8% et 7,7% en Chine, 5,6% et 6,3% en Inde et 2,5% et 3,2% au Brésil. Tandis que pour la région Moyen Orient Afrique du Nord la croissance du PIB devrait se limiter à 3% et 3,7% respectivement en 2013 et 2014 (voir tableau 3.2).

3.1.3 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, les données du marché du travail pour le mois d'août 2013, indiquent une nouvelle baisse du taux de chômage à 7,3% après 7,4%, soit son niveau le plus bas depuis décembre 2008, l'économie ayant créé 169.000 postes d'emploi.

Dans la zone euro, malgré le léger redressement de l'activité constaté durant le deuxième trimestre, les données du mois de juillet n'indiquent pas d'amélioration de la situation de l'emploi, le taux chômage étant resté stable à 12,1%. Dans des pays partenaires en particulier, le taux de chômage a atteint 11% en France, 5,3% en Allemagne, 12% en Italie et 26,3% en Espagne. (voir tableau 3.3).

Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage

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

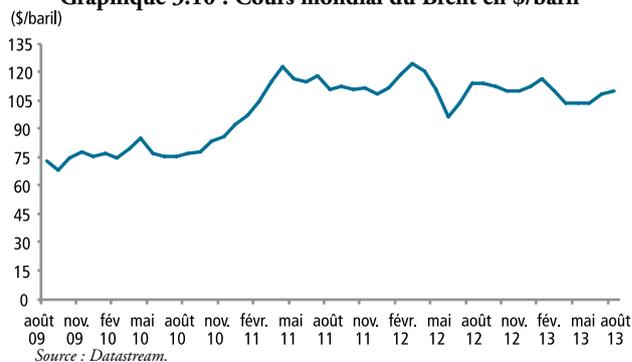
Source : Eurostat.

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

	FMI		OCDE		Commission européenne	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Etats-Unis	7,7	7,5	7,5	7,0	7,7	7,2
Zone euro	12,3	12,3	12,1	12,3	12,2	12,1
Allemagne	5,7	5,6	5,0	4,8	5,4	5,3
France	11,2	11,6	10,7	11,1	10,6	10,9
Italie	12,0	12,4	11,9	12,5	11,8	12,2
Espagne	27,0	26,5	27,3	28,0	27,0	26,4
Royaume-Uni	7,8	7,8	8,0	7,9	8,0	7,9

Source : Commission Européenne (mai 2013), OCDE (juin 2013), FMI (avril 2013).

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



3.2 Prix des matières premières et inflation

Au cours des trois derniers mois, les prix des matières premières se sont globalement orientés à la baisse en glissement annuel, à l'exception de ceux des produits énergétiques qui demeurent à des niveaux plus élevés que l'année précédente. Pour ce qui est de l'inflation, elle reste à des niveaux modérés dans la plupart des pays avancés, en particulier dans la zone euro.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Le prix du Brent a poursuivi son accroissement entamé il y a trois mois, pour atteindre une moyenne de 111,1 dollars le baril en août contre 107,8 dollars un mois auparavant, soit une hausse de 3%. Cette évolution est liée notamment aux signes de reprises dans les pays avancés et à la montée des tensions en Egypte et en Syrie. En glissement annuel, ce prix ressort en baisse de 2,4%.

Concernant les perspectives d'évolution du prix du pétrole pour 2013¹, la Banque mondiale a revu en juillet ses estimations à la baisse de 102,4 à 100,7 dollars le baril. De même, la prévision du FMI a été révisée à la baisse de 102,60 à 100,09 dollars le baril dans la mise à jour de juillet 2013.

3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En août 2013, les prix des produits hors énergie ont enregistré une baisse de 16,8%, d'une année à l'autre tandis qu'en glissement mensuel, ils ont été orientés à la hausse. L'indice Dow Jones y afférent a en effet augmenté de 1,4% d'un mois à l'autre, recouvrant un accroissement de 4% de l'indice des prix des

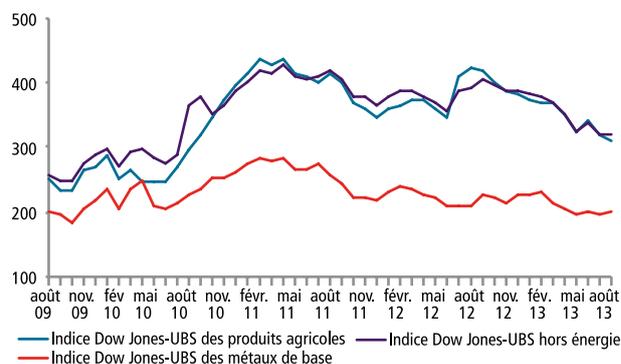
¹ La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubai).

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

	T3:13	T4:13	T1:14	2013	2014	2015	2016
Pétrole	108,71	107,74	105,88	104,35	103,57	97,98	93,8

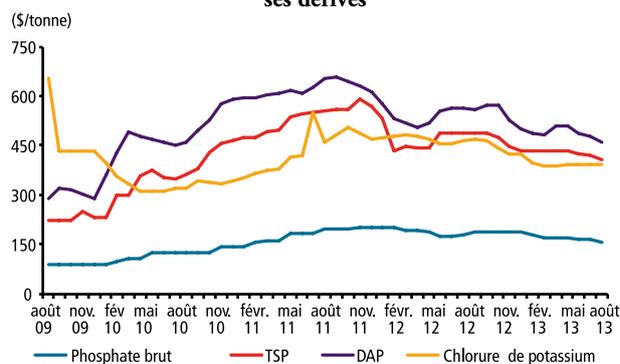
Source : Bloomberg.

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



Source : Datastream.

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



Source : Banque Mondiale.

métaux de base et un recul de près de 2% de celui des produits agricoles.

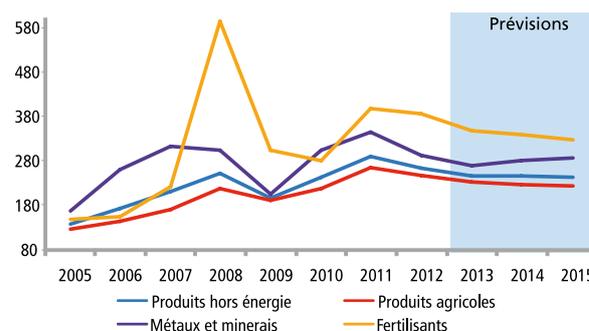
S'agissant du marché mondial du phosphate et dérivés, le prix du brut s'est replié de 7,6% entre juillet et août, passant de 157 dollars la tonne à 145 dollars. De même, les prix du DAP, de l'urée et du TSP ont connu une baisse de 4,8%, 5,7% et 12,4%, respectivement d'un mois à l'autre. Pour sa part, le cours du Chlorure de Potassium a enregistré une légère hausse de l'ordre de 0,1% en glissement mensuel. En glissement annuel, les prix ressortent en baisse de 26,3% pour le TSP, 21,6% pour le Phosphate brut et le DAP, 19,1% pour l'urée et 15,9% pour le Chlorure de Potassium.

3.2.3 Inflation dans le monde

L'inflation a globalement poursuivi son atténuation au cours du mois d'août. En effet, l'inflation a reculé dans la zone euro, de 1,6% en juillet à 1,3% en août. En ce qui concerne les pays partenaires, l'inflation a connu une baisse en Allemagne, en Espagne et en France, revenant de 1,9%, 1,8% et 1,2% à 1,6%, 1,5% et 1%, respectivement, tandis qu'elle est restée inchangée en Italie à 1,2%. Quant au Royaume-Uni, l'inflation s'est stabilisée à 2,7%. En revanche, après s'être établie à 2% en juillet, l'inflation aux Etats-Unis a diminué à 1,5% en août. Au niveau des pays émergents et en développement, les données du mois d'août montrent la diminution de l'inflation de 2,7% à 2,6% en Chine et de 6,3% à 6,1% au Brésil.

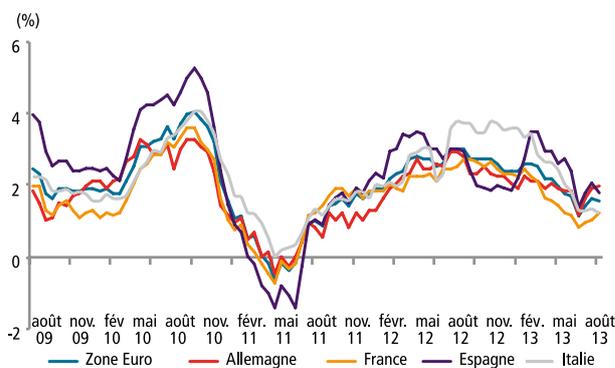
En ce qui concerne les perspectives, selon les prévisions de juillet 2013 du FMI, l'inflation atteindrait dans les pays émergents et en développement 6% en 2013 et 5,5% en 2014. En revanche, elle devrait rester contenue dans les pays avancés à 1,5% en 2013 et à 1,9% en 2014. Par ailleurs, selon les dernières prévisions de la Commission Européenne, l'inflation devrait s'établir dans la zone euro à 1,8% en 2013 avant de ralentir à 1,5% en 2014.

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



Source : Banque Mondiale.

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



Source : Banque Mondiale.

Tableau 3.6 : Evolution récente de l'inflation, en glissement annuel

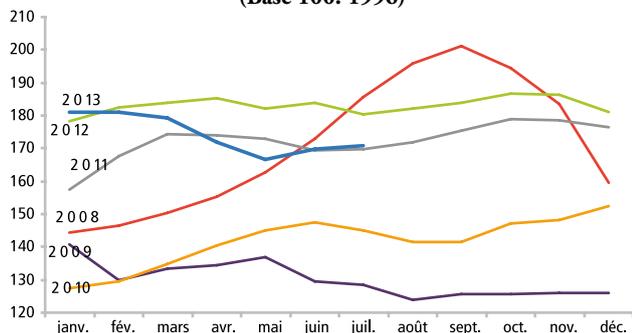
	juin	juillet	août	Prévisions	
	2013	2013	2013	2013	2014
Etats-Unis	1,8	2	1,5	1,8	2,1
Zone euro	1,6	1,6	1,3	1,6	1,5
Allemagne	1,9	1,9	1,6	1,8	1,6
France	1	1,2	1,0	1,2	1,7
Espagne	2,1	1,8	1,5	1,5	0,8
Italie	1,4	1,2	1,2	1,6	1,5
Japon	0,2	0,7	n.d.	0,2	1,8

Sources : Commission Européenne et Datstream.

3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

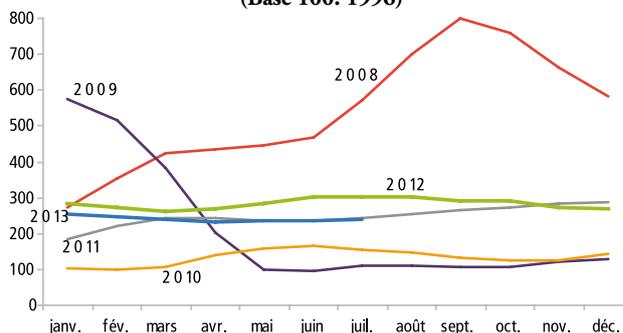
Selon les données disponibles à fin juillet 2013, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré une augmentation mensuelle de 0,6%, après celle de 1,9% un mois auparavant. Ainsi, l'IPM des produits miniers a progressé de 1%, suite à la hausse de 4,4% du prix unitaire moyen à l'importation de fer et acier qui a compensé la baisse de 0,5% du soufre brut.

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



Sources : OC et calculs BAM.

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

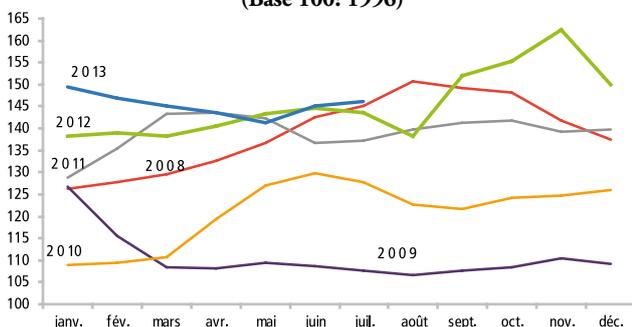


Sources : OC et calculs BAM.

Parallèlement, l'IPM des demi-produits a connu une augmentation de 0,8%, après celle de 2,6% le mois précédent, suite notamment à l'accroissement de 1,2% du prix unitaire moyen à l'importation des matières plastiques.

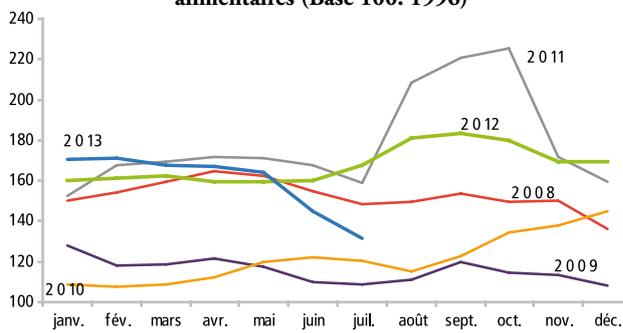
Toutefois, l'IPM des produits alimentaires a enregistré une régression de 9,1%, après celle de 11,8% en juin. Cette évolution s'explique essentiellement par le repli de 20,5% du prix unitaire moyen à l'importation du blé.

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



Sources : OC et calculs BAM.

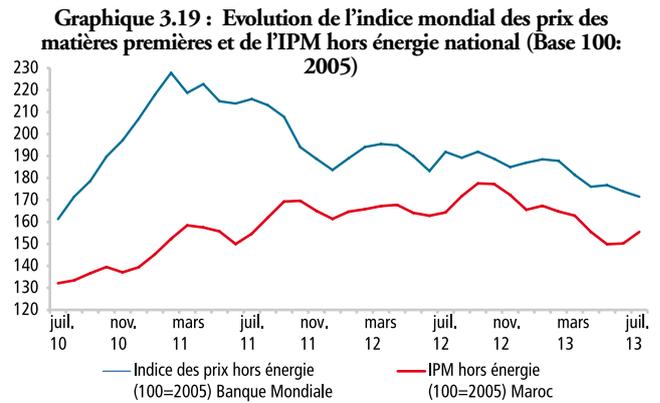
Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base 100: 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie a accusé une baisse de 5,4%, après celle de 7,7% une année auparavant. C'est ainsi que l'IPM des produits alimentaires a diminué de 21,6%, consécutivement au fléchissement de 34,8% du prix unitaire moyen à l'importation du blé, et au recul de 21,5% de celui du sucre. Pour sa part, l'IPM des produits miniers a chuté de 20,5%, suite à la baisse de 25,6% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut et à

celle de 6,4% du prix unitaire moyen du fer et acier. En revanche, l'IPM des demi-produits a augmenté de 1,8%, suite à l'accroissement de 3,4% du prix unitaire moyen à l'importation des matières plastiques.

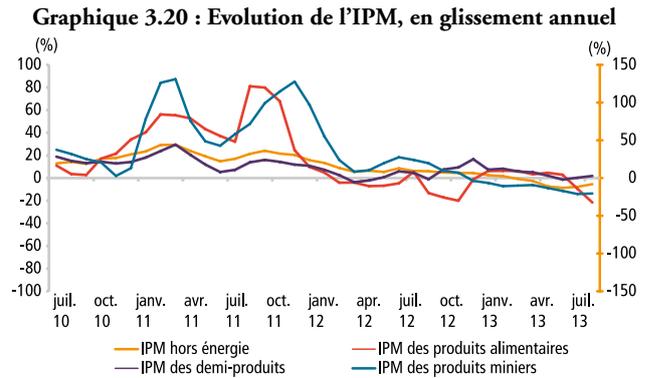


Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM.

Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %		Variation annuelle en %			
	mai 2013	juin 2013	juil. 2013	mai 2013	juin 2013	juil. 2013
IPM hors énergie	-3,1	1,9	0,6	-8,7	-7,7	-5,4
IPM alimentaires	-1,5	-11,8	-9,1	2,9	-9,5	-21,6
IPM demi-produits	-1,6	2,6	0,8	-1,4	0,3	1,8
IPM miniers	0,5	1,2	1,0	-17,0	-21,1	-20,5

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



Sources : OC et calculs BAM.

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données les plus récentes, relatives au mois de juillet 2013, montrent une légère accélération du rythme de progression de la masse monétaire, à 5,8% au lieu de 4,5% au deuxième trimestre, avec toutefois le maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. S'agissant du crédit bancaire, son encours a connu une augmentation annuelle de 2,2%, après 3,2% au trimestre précédent, reflétant ainsi une décélération de ses différentes composantes, à l'exception des prêts à l'équipement. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib pour le deuxième trimestre 2013 indiquent un accroissement de 8 points de base du taux moyen pondéré qui s'est élevé à 6,09%, en relation principalement avec l'augmentation des taux appliqués aux crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, de ceux des crédits à la consommation. Quant au taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,33% au deuxième trimestre, en termes nominaux par rapport au trimestre précédent et s'est déprécié de 0,42% en termes réels, en raison d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc. Pour ce qui est de l'indice des prix des actifs immobiliers, il a accusé une baisse de 0,2% en glissement annuel, recouvrant un repli des prix de 3,7% pour les actifs commerciaux et de 0,8% pour les biens fonciers, ainsi qu'un accroissement de 0,4% des prix des biens résidentiels. L'analyse des évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs laisse indiquer globalement l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine monétaire et des prix des actifs à moyen terme.

4.1 Conditions monétaires

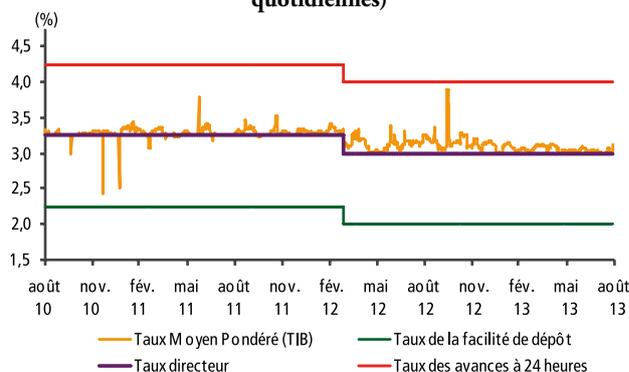
4.1.1 Taux d'intérêt

Lors de sa réunion du 18 juin 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 situé à 3,03% en moyenne entre juillet et août 2013, en baisse de 3 points de base par rapport au 2^{ème} trimestre.

Les taux des bons du Trésor à court, moyen et long termes émis sur le marché primaire ont enregistré des diminutions en juillet, allant de 3 à 22 points de base par rapport au trimestre précédent. Sur le marché secondaire, la même évolution a été observée au niveau des différentes maturités, à l'exception des rémunérations assortissant les bons du Trésor à long terme, qui ont enregistré des hausses allant jusqu'à 28 points de base.

Pour ce qui est des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a augmenté de 3 points de base entre le deuxième trimestre et juillet 2013, s'établissant à 3,79%. Cette hausse recouvre une progression de 5 points de base du taux assortissant les dépôts à un an et un repli de 2 points de base de celui des dépôts à 6 mois.

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



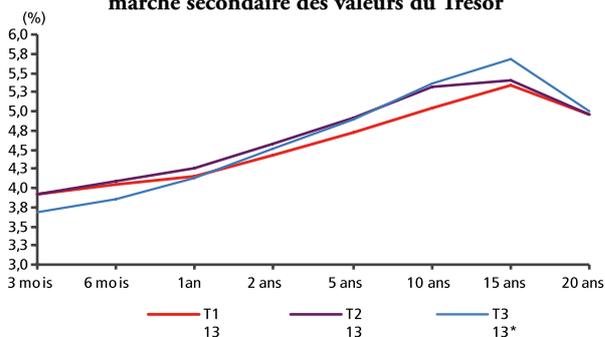
* Données arrêtées au 29 août 2013
Source : BAM

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

	2011		2012		2013		juil. 13
	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	3,34	3,42	3,21	3,31	3,40	3,93	3,94
26 semaines	3,33	3,55	3,39	3,42	3,57	4,07	4,11
52 semaines	3,49	3,65	3,53	3,74	3,84	4,20	4,23
2 ans	3,71	3,88	3,71	3,93	4,24	4,57	4,68
5 ans	3,91	4,05	4,00	4,32	4,52	4,75	-
10 ans	4,20	4,32	4,29	4,51	4,84	-	-
15 ans	4,45	4,46	4,52	4,74	5,08	5,52	5,69
20 ans	-	-	-	5,01	-	-	-

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2013 font apparaître un accroissement de 8 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, qui s'est établi à 6,09%. Cette évolution est liée principalement à la progression des taux appliqués aux crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, à ceux des crédits à la consommation. Ceux assortissant les autres catégories de crédit ont, en revanche, accusé des baisses allant de 11 à 12 points de base.

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



* L'observation du troisième trimestre 2013 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} juillet au 30 août 2013.
Source : BAM.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

En juillet 2013, le rythme d'accroissement de la masse monétaire s'est accéléré à 5,8%

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2011		2012		2013		juil. 13	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1		T2
6 mois	3,35	3,49	3,43	3,49	3,55	3,52	3,56	3,54
12 mois	3,74	3,84	3,83	3,83	3,84	4,02	3,89	3,94
Moyenne pondérée	3,59	3,68	3,69	3,71	3,73	3,85	3,76	3,79

Source : BAM

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

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2013, l'insuffisance de liquidité bancaire s'est légèrement résorbée par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 63,8 milliards à 59,4 milliards de dirhams) en raison principalement de l'encaissement par le Trésor de près de 6,5 milliards, contre valeur en dirhams de l'émission en dollars opérée sur les marchés internationaux en mai dernier.

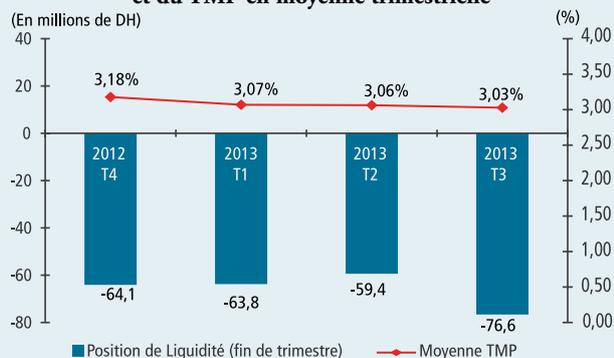
En effet, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont contribué à l'amélioration des conditions de liquidité de 7,6 milliards de dirhams du fait de la différence entre :

- d'une part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (33,4 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16,1 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (15,1 milliards de dirhams) ;
- et d'autre part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (38,7 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales dont le 1^{er} acompte de l'IS au titre de l'année 2013.

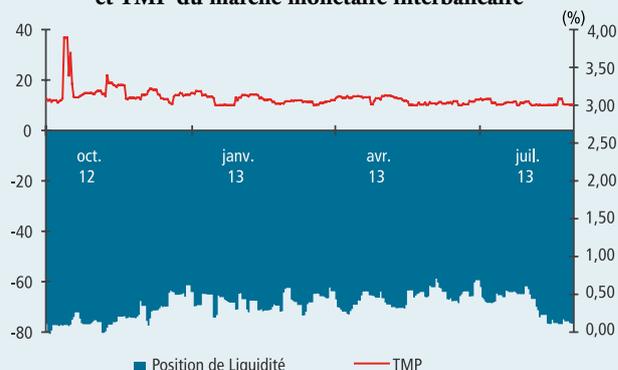
De même, les opérations en devises ont induit une injection de liquidité de 2,6 milliards de dirhams du fait de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4,8 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales auprès de Bank Al-Maghrib qui se sont limités à 2,3 milliards de dirhams.

En revanche, les retraits nets de la monnaie fiduciaire ont atteint 5,5 milliards de dirhams.

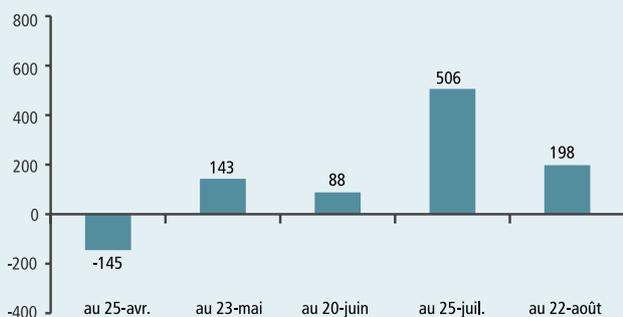
Graphique E 4.1.1 : Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle



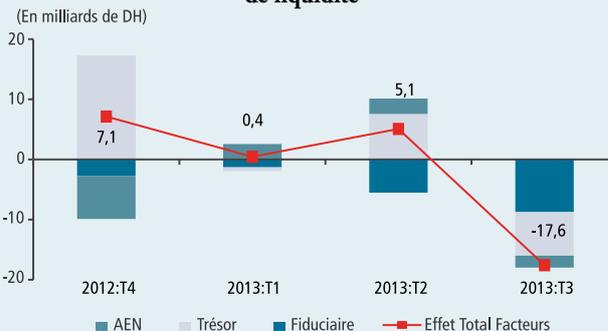
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité¹ et TMP du marché monétaire interbancaire



Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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



Durant le 3^{ème} trimestre de l'année 2013⁽¹⁾, le déficit de liquidité bancaire s'est accru de 17,2 milliards de dirhams par rapport au trimestre précédent pour atteindre 76,6 milliards de dirhams en raison de l'incidence restrictive conjuguée de l'ensemble des facteurs autonomes.

En effet, l'augmentation de la circulation de la monnaie fiduciaire a atteint 8,7 milliards de dirhams suite aux retraits importants liés à la période estivale, au mois de Ramadan et à Aïd Al-Fitr.

De même, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 7,3 milliards de dirhams : les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (26,7 milliards de dirhams) et l'encaissement du 2^{ème} acompte de l'IS, n'ont été compensés que partiellement par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (19,8 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (9 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (5,4 milliards de dirhams).

Par ailleurs, les opérations sur avoirs extérieurs ont eu une incidence négative de 2 milliards de dirhams sur la liquidité : les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4,5 milliards de dirhams ont été totalement compensées par l'accélération du rythme d'achat de devises par les banques commerciales (6,5 milliards de dirhams).

L'encours des placements du Trésor sur le marché monétaire s'est établi à 2,4 milliards de dirhams en moyenne quotidienne contre 1,6 milliard de dirhams enregistré au cours du trimestre précédent.

En vue de combler le déficit de liquidité des banques, Bank Al-Maghrib est intervenue majoritairement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 46,9 milliards de dirhams, soit le même niveau injecté le trimestre précédent.

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

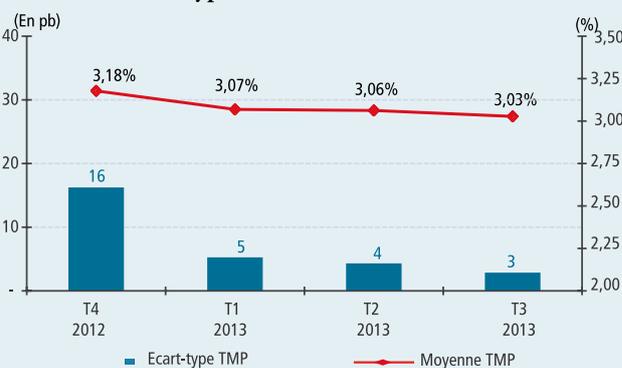
En outre, la Banque a accordé quatre opérations d'avances à 24 heures pour un montant moyen de 2,3 milliards de dirhams.

Pour sa part, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en moyenne, en baisse de 3 points de base par rapport au niveau observé durant T2 2013 pour s'établir à 3,03%. De même, sa volatilité demeure limitée à 3 points de base, contre 4 points de base le trimestre précédent.

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



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



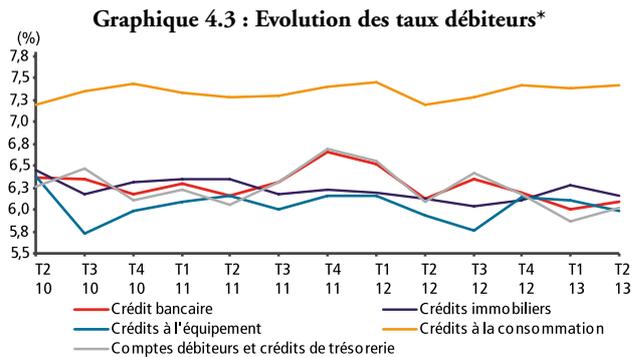
¹ Période allant du 1^{er} juillet au 28 août 2013.

contre 4,5% au deuxième trimestre. En dépit de cette évolution, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, laissant indiquer globalement l'absence à moyen terme de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire.

La hausse de M3 au mois de juillet recouvre une accélération des rythmes de progression des créances nettes sur l'administration centrale et des avoirs extérieurs nets, et une décélération de celui du crédit bancaire.

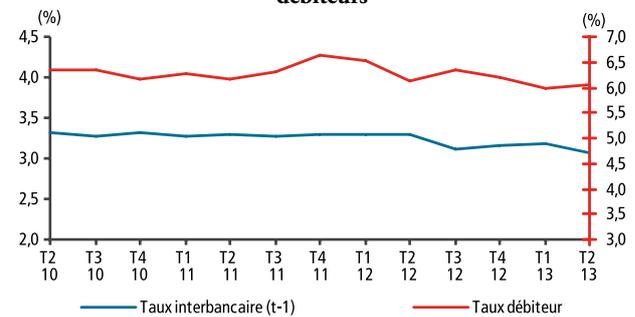
Au niveau de ses principales composantes, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 5,3% en juillet au lieu de 4,7% au deuxième trimestre, traduisant l'importance des retraits des billets durant ce mois sous l'effet du ramadan et de la période estivale. De même, les titres des OPCVM monétaires se sont renforcés de 19,2%, évolution en rupture avec la tendance baissière entamée en décembre 2012. Concernant les certificats de dépôt, ils ont continué de croître à des rythmes soutenus, avec un taux de 25,1% en juillet, en raison notamment du resserrement persistant des trésoreries bancaires et de la croissance modérée des dépôts. Les placements à vue, pour leur part, ont augmenté de 9% après 8,5% un trimestre auparavant. En revanche, et bien qu'en contraction mensuelle de 1,1%, liée à la baisse des dépôts à vue des agents économiques autres que les ménages, la monnaie scripturale s'est accrue de 3,1%, après 4,7% au trimestre précédent. Quant aux dépôts à terme, leur hausse annuelle a légèrement décéléré, revenant de 4,4% à 3,5%.

Par agent économique, le ralentissement du rythme de progression des dépôts, s'explique essentiellement par la diminution des contributions des entreprises non financières privées et du secteur public. En effet, les avoirs de ce dernier ont chuté de 32,1% en glissement annuel, après la baisse de 11% au deuxième trimestre, contribuant ainsi négativement à la croissance des dépôts. Les dépôts des entreprises privées ont, quant à eux augmenté de 4,5% au lieu de 7,7% au dernier trimestre participant à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la progression des dépôts. Pour les avoirs

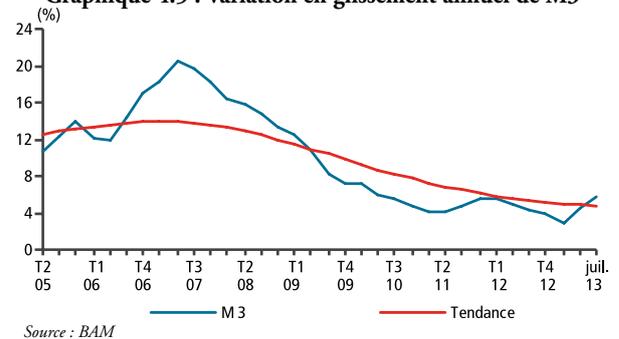


* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL-MAGHRIB).

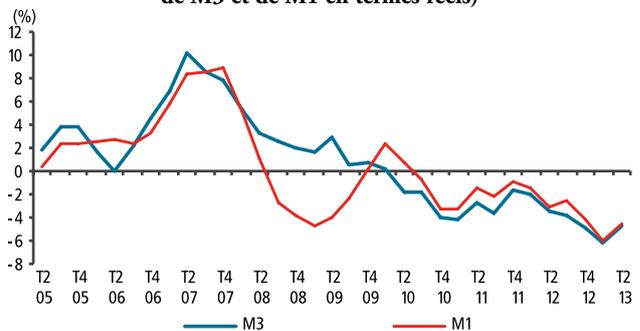
Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



Graphique 4.5 : Variation en glissement annuel de M3



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



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

Source : BAM

des ménages, qui demeurent le principal contributeur à la croissance des dépôts, ils se sont accrus de 5,9%, après 5,2% au trimestre précédent.

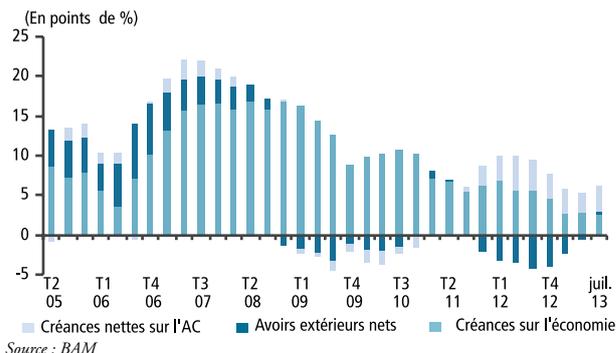
Crédit

Les statistiques monétaires du mois de juillet 2013 montrent la poursuite du ralentissement du rythme de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est situé à 2,2%, après 3,2% au deuxième trimestre 2013.

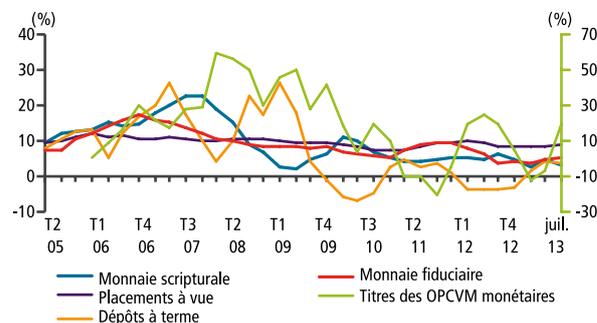
L'analyse par objet économique fait apparaître une décélération quasi générale des composantes du crédit bancaire, à l'exception des prêts à l'équipement qui se sont accrus de 1,2% en glissement annuel, contre une baisse de 0,9% observée le trimestre précédent. Après une augmentation de 4% au deuxième trimestre, les facilités de trésoreries se sont contractées de 0,8% en glissement annuel, traduisant en partie un effet de base lié à la hausse enregistrée durant le même mois de l'année précédente. Dans le même temps, la progression des crédits à l'immobilier a reculé de 6,8% à 5,2% entre juillet et le deuxième trimestre, reflétant tant la décélération de 9,4% à 8,7% du rythme de progression des crédits à l'habitat que le recul de 2% de celui des prêts aux promoteurs. Pour ce qui est des crédits à la consommation, ils ont également marqué un ralentissement, en glissement annuel, revenant de 6,3% à 2,9%. S'agissant des créances diverses sur la clientèle, elles ont accusé une baisse de 1,4%, après celle de 4,5% enregistrée le trimestre précédent. Pour leur part, les créances en souffrance, en augmentation de 1,4% d'un mois à l'autre, se sont accrues en variation annuelle de 12,2%, après 11,4% au deuxième trimestre de l'année 2013.

La ventilation du crédit bancaire par agent économique fait ressortir un ralentissement du rythme de croissance annuel des prêts destinés au secteur privé et une augmentation des crédits accordés au secteur public et aux autres sociétés financières. En effet, la hausse des prêts destinés au secteur privé s'est établie à 1,2%, après 4% au deuxième trimestre, ramenant ainsi leur contribution à la croissance du crédit

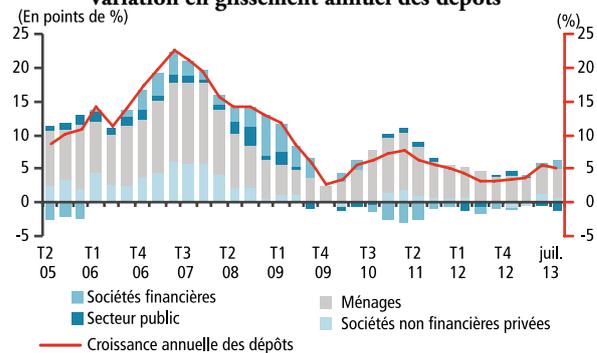
Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire



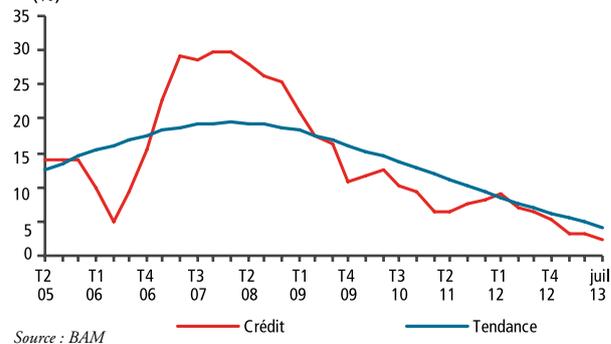
Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel des composantes de M3



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



Graphique 4.10 : Variation en glissement annuel du crédit



de 3,2 points à un point de pourcentage. Cette évolution est attribuable à la fois à la contraction annuelle de 1,6% des crédits aux sociétés non financières, contre 1,9% le trimestre précédent, ainsi qu'à la décélération de 7,4% à 5,7% du rythme d'accroissement des prêts accordés aux ménages. A l'inverse, les concours destinés au secteur public ont marqué une expansion de 18,4% en variation annuelle, après 3,8% le trimestre précédent, participant ainsi à hauteur d'un point de pourcentage contre 0,2 point, à la croissance du crédit. Parallèlement, les crédits accordés aux autres sociétés financières, bien qu'en régression de 1,9% d'un mois à l'autre, ont augmenté de 1,6% en glissement annuel, après un recul de 2,3% au deuxième trimestre.

Autres sources de création monétaire

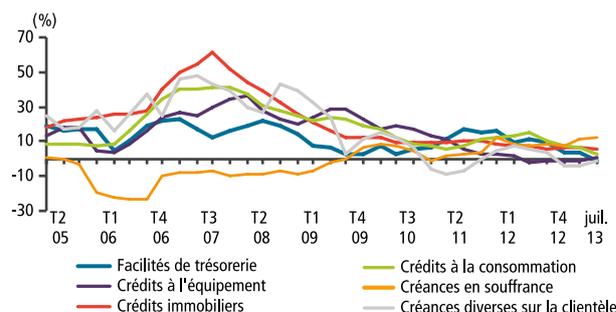
En dépit d'une baisse mensuelle de 0,4%, les réserves internationales nettes (RIN), qui constituent les avoirs officiels de réserves nets des engagements à court terme de la Banque centrale envers les non résidents, se sont accrues de 5,8% en juillet, après un recul de 1,7% enregistré au deuxième trimestre.

S'agissant des créances nettes sur l'administration centrale, elles ont augmenté de 26,8%, au lieu de 20,7% le trimestre précédent, traduisant principalement la hausse du recours du Trésor au système bancaire.

Placements liquides

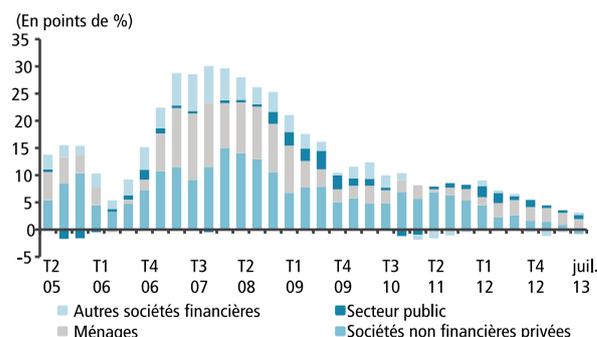
En juillet 2013, les agrégats de placements liquides ont augmenté de 9,7% après 8,3% au deuxième trimestre, en relation essentiellement avec l'accélération du rythme de progression de l'agrégat PL1. En effet, les titres qui y sont inclus se sont renforcés de 16% après 13,3% au deuxième trimestre, en liaison notamment avec la hausse de 16,6% des bons du Trésor négociables. Quant aux titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2, ils ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir de 2% au trimestre précédent à 0,9%.

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



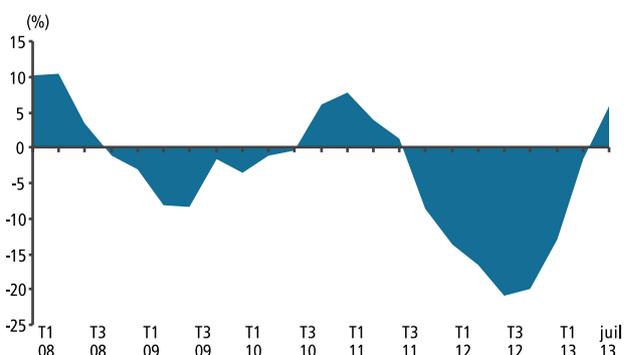
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM

S'agissant des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils ont reculé de 7,2% en glissement annuel, soit une baisse quasi-identique à celle du trimestre écoulé, reflétant principalement l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

Taux de change

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2013 et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,19% à l'égard de l'euro, de 0,14% vis-à-vis de la livre sterling et de 6,14% par rapport au yen japonais. En revanche, elle s'est dépréciée de 0,84% contre le dollar américain. Au cours des mois de juillet et d'août, le dirham s'est déprécié, en moyenne par rapport au deuxième trimestre, de 0,17% à l'égard de l'euro. En revanche, il s'est apprécié de 0,76% vis-à-vis du dollar, et de 1% contre la livre sterling et le yen japonais.

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 0,33% en termes nominaux au deuxième trimestre 2013. En termes réels, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,42%, en raison d'un différentiel d'inflation en faveur du Maroc.

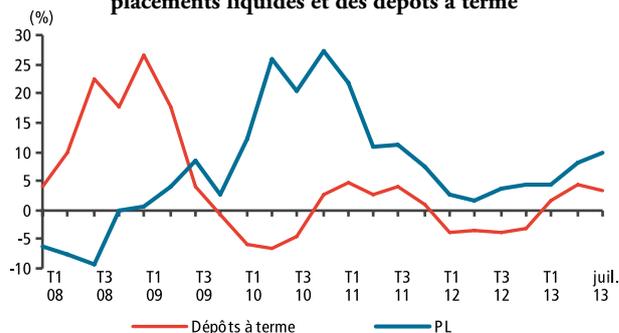
4.2 Prix des actifs

4.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre 2013, les prix des actifs immobiliers ont accusé une baisse de 0,2% d'une année à l'autre. Cette évolution recouvre une diminution de 0,8% pour les actifs fonciers et de 3,7% pour les biens commerciaux. En revanche, les biens résidentiels ont augmenté de 0,4%.

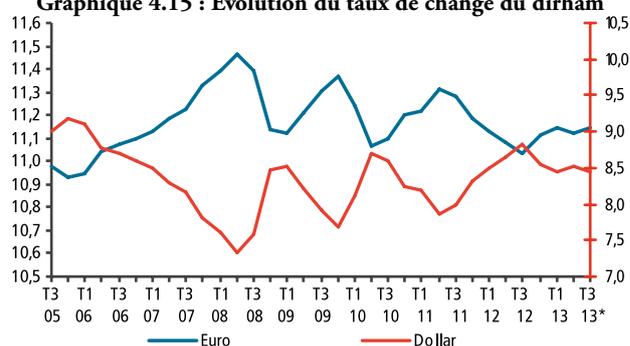
D'un trimestre à l'autre, ces prix ont reculé de 0,6%, reflétant le repli de 0,1% pour le résidentiel, de 1,4% pour le foncier et de 2,6% pour le commercial. Par ville, les variations vont d'une baisse de 11,8% à El Jadida à une augmentation de 3% à Oujda.

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



Source : BAM

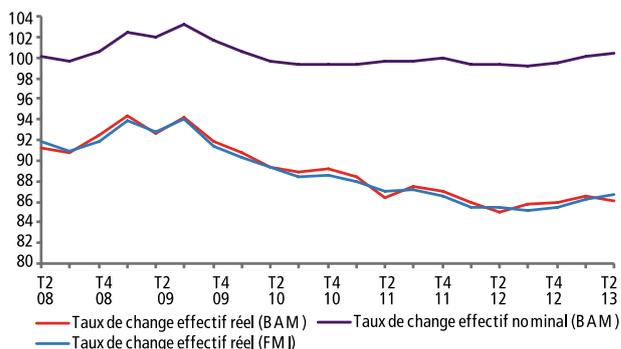
Graphique 4.15 : Evolution du taux de change du dirham



* L'observation du troisième trimestre 2013 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} juillet au 30 août 2013.

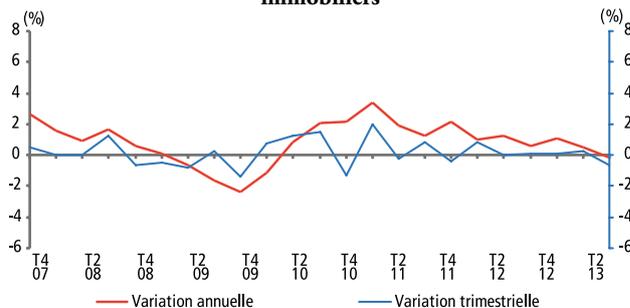
Source : BAM

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



Source : FMI et Calculs de BAM.

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



Pour ce qui est du nombre des transactions¹, il a régressé de 1,6% par rapport à la même période de l'année 2012, s'établissant à 27.553 ventes.

Parallèlement à ces évolutions, les crédits à l'habitat, chiffrés à 157,5 milliards de dirhams, ont progressé de 9,1% d'une année à l'autre.

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

4.2.2 Cours des actions

Au deuxième trimestre 2013, le MASI a diminué de 12,5% en glissement annuel et de 2,8% d'un trimestre à l'autre. Sa contreperformance depuis le début de l'année, s'est établie ainsi à 8,4% à fin juillet et à 10,1% à fin août. En particulier, les cours des actions des sociétés immobilières ont régressé de 31,8% par rapport à la même période de l'année précédente et de 32,9% depuis le début de l'année.

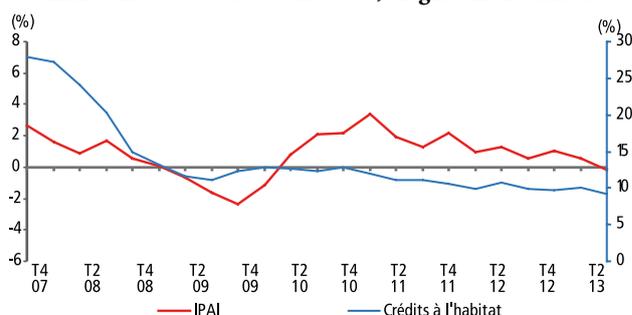
Par secteur, les sociétés de financement et autres sociétés financières ont été en baisse de 3,3% et l'immobilier de 32,9%. En revanche, des hausses ont été enregistrées par d'autres secteurs variant de 2,6% pour les banques à 21% pour les services aux collectivités.

La capitalisation boursière s'est établie à 425 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2013, en recul de 1,5% par rapport au trimestre précédent. En juillet et août, elle a poursuivi sa tendance baissière, pour s'établir à 406,8 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, les indicateurs de valorisation de la bourse de Casablanca, notamment, le PER² et le PB³ se sont situés respectivement à 14,7 et à 2,04 en août après 15,4 et 2,13 au deuxième trimestre. Ces niveaux

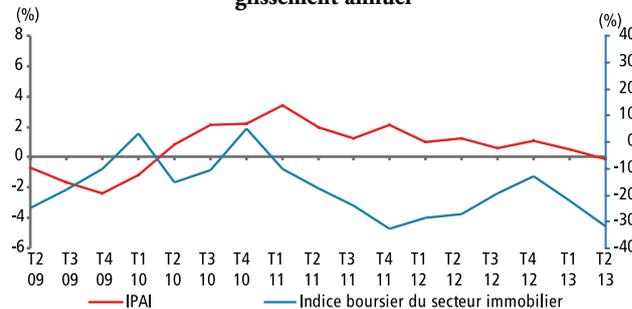
- 1 Les transactions portent sur les biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC, arrêtés 35 jours après la fin du deuxième trimestre 2013.
- 2 Le Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours en bourse d'une entreprise et son bénéfice net par action.
- 3 P/B : Price to Book Ratio est le rapport entre la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) et leur valeur comptable.

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



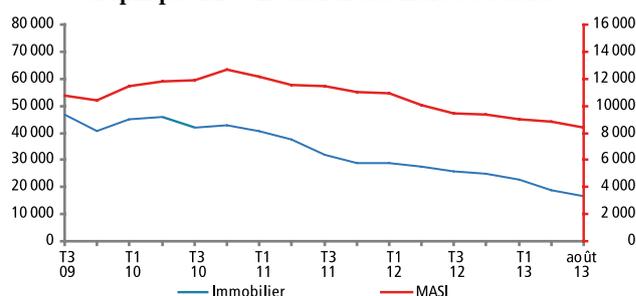
* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière.
Source : BAM et ANCFCC.

Graphique 4.19 : Variation de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



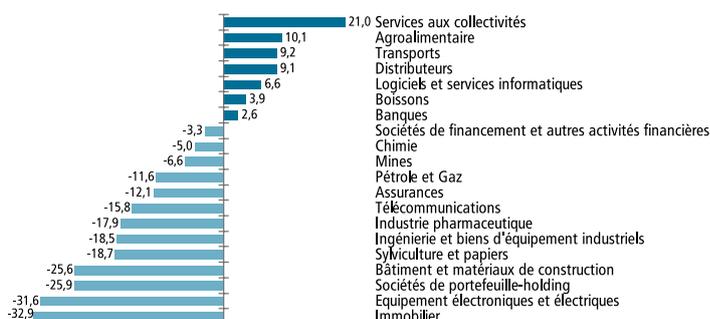
Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca.

Graphique 4.20 : Evolution des indices boursiers



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca.

demeurent toutefois relativement élevés par rapport à certains marchés frontiers (tableau 4.3).

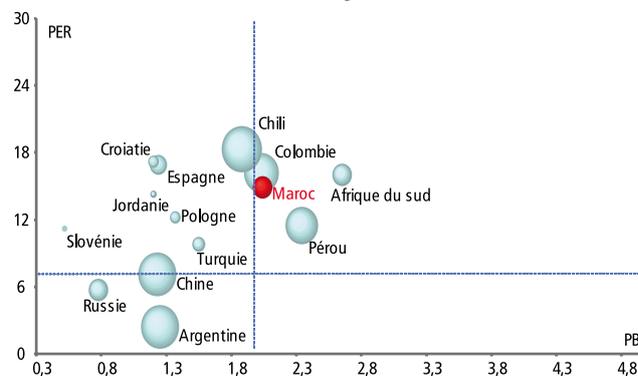
Le volume des transactions s'est pour sa part accru au deuxième trimestre 2013, de 14,8 milliards de dirhams à 15,7 milliards. Il s'est chiffré à 1,8 milliard en juillet et à 1,1 milliard de dirhams en août, totalisant 32,5 milliards depuis le début de l'année au lieu de 30,3 milliards de dirhams durant la même période de l'année précédente.

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T4:11	T1:12	T2:12	T3:12	T4:12	T1 : 13	T2 : 13	août-13
PER								
Argentine	8,8	8,1	7,4	7,1	7	9	2,5	2,8
Jordanie	13,6	13,6	12,7	13,4	13,5	14,5	15,2	13,3
Slovénie	10,6	11,4	10	9,9	11,4	11,3	10,9	11,1
Croatie	10	12,6	13	21,4	15,8	17,7	17,4	16,5
Maroc	16,8	17,9	15,7	15,6	15,7	14,9	15,4	14,7
P/B								
Argentine	1,76	1,32	0,98	0,96	1,11	1,07	0,95	1,25
Jordanie	1,37	1,37	1,28	1,33	1,34	1,37	1,28	1,2
Slovénie	0,54	0,56	0,46	0,56	0,59	0,55	0,55	0,52
Croatie	1,15	1,15	1,13	1,19	1,17	1,29	1,22	1,2
Maroc	2,75	2,61	2,39	2,25	2,23	2,17	2,13	2,04

Sources : Datastream, CFG.

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



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

Source: Datastream, CFG Gestion et calculs BAM.

5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation, mesurée par l'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), s'est établie à 1,9% en août 2013, après 1,6% en juillet et 2,3% en juin, affichant une moyenne de 2,5% au deuxième trimestre et de 2,3% sur les huit premiers mois de l'année. Abstraction faite des produits alimentaires volatils et des produits dont les tarifs sont réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) s'est située à 1,6% en août, après 1,5% en juillet et 1,8% en juin. Son taux moyen ressort à 1,7% au deuxième trimestre et à 1,5% depuis le début de l'année. Cette évolution reflète aussi bien la hausse de 1,1% à 1,5% de l'inflation des biens échangeables (IPCXE), en liaison avec le renchérissement de certains denrées alimentaires, en particulier le lait et, de 1,8% à 2% de l'inflation des biens non échangeables (IPCXNE). Par ailleurs, la diminution des prix à la production industrielle en glissement annuel est revenue de 2,4% en juin à 0,2% en juillet, en raison de la reprise des cours mondiaux des produits énergétiques observée depuis juin.

5.1 Evolution de l'inflation

Au cours des trois derniers mois, l'évolution de l'inflation est restée en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. La hausse annuelle de l'IPC est restée modérée, s'établissant à 1,9% en août après 1,6% en juillet et 2,3% en juin, ramenant sa moyenne depuis le début de l'année à 2,3%. Cette évolution récente s'explique principalement par la nouvelle accélération des prix des produits alimentaires volatils, ainsi qu'une légère hausse de l'inflation sous-jacente, les tarifs des produits réglementés ont progressé quasiment au même rythme qu'en juillet.

En effet, les prix des produits alimentaires volatils ont augmenté de 4,1% en août après 3,1% en juillet. Les légumes, les fruits et les volailles ont été les principaux contributeurs à cette accélération, avec des taux de variation en glissement annuel allant de -0,3% à 2,5%, de 2,7% à 6,2% et de 1,7% à 2,4% respectivement. Conjointement, la contribution des prix de ces produits à l'inflation ressort à 0,3 point de pourcentage, alors qu'elle était de l'ordre de 0,1 point un mois auparavant.

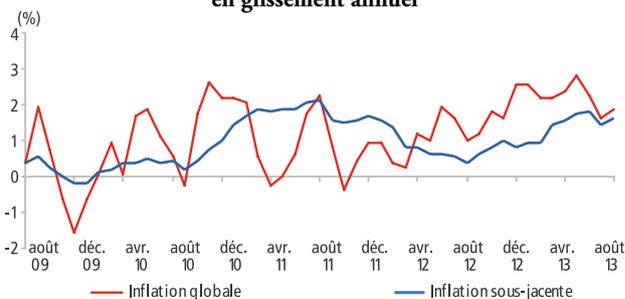
Hormis les « carburants et lubrifiants » dont les prix sont restés inchangés, le rythme d'accroissement annuel des tarifs des produits réglementés est revenu de 1,6% en juin à 1,4% en juillet, en raison d'un effet de base lié à la hausse des tarifs de la section « transport

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	juin 13	juil. 13	août 13	juin 13	juil. 13	août 13
Inflation globale	0,0	-0,4	1,0	2,3	1,6	1,9
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	-0,6	-1,1	5,0	5,6	3,1	4,1
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
-Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,2	0,0	0,0	1,6	1,4	1,3
Inflation sous-jacente	0,4	-0,1	0,3	1,8	1,5	1,6
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires	0,3	0,2	0,7	1,8	1,6	2,0
- Articles d'habillement et chaussures	0,1	0,4	0,5	1,2	1,6	1,6
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,2	0,0	0,4	2,3	2,3	2,7
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3
- Santé*	0,3	0,5	0,0	0,1	0,8	0,8
- Transport*	-0,2	-0,1	0,1	1,1	0,9	0,7
- Communication	0,0	-10,9	2,1	-0,3	-11,1	-9,3
- Loisirs et cultures	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2
- Enseignement	0,0	0,0	0,1	6,1	6,1	6,2
- Restaurants et hôtels	0,2	0,3	0,3	3,2	3,5	3,9
- Biens et services divers	-0,1	0,0	0,3	1,2	1,1	1,4

* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

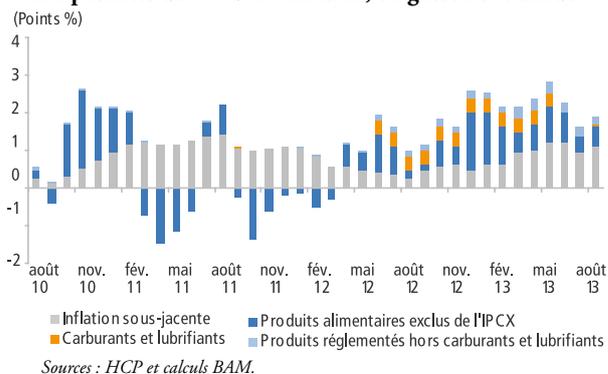
routier de passagers » une année auparavant, avant de se stabiliser à 1,3% en août. L'entrée en vigueur depuis le 29 août 2013 du nouveau système d'indexation de certains combustibles liquides s'est traduit par un réajustement à la hausse des tarifs internes des carburants à la pompe.

Compte non tenu des produits alimentaires à prix volatils et des produits dont les tarifs sont réglementés, l'inflation sous-jacente est ressortie à 1,6% en août, après 1,5% en juillet et 1,8% en juin, s'établissant en moyenne à 1,5% sur les huit premiers mois de l'année. L'analyse détaillée montre que cette évolution tient essentiellement à la hausse du rythme de progression des prix de certains produits alimentaires qui y sont inclus, en particulier le lait. Elle est due également à l'augmentation des prix du loyer et de ceux des rubriques « restaurants et hôtels » et « biens et services divers ». Les tarifs des « services de téléphonie et de télécopie » ont connu, d'un mois à l'autre, un ajustement à la hausse, atténuant ainsi leur baisse en glissement annuel. L'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente qui était à son maximum en décembre 2012 (1,7 point de pourcentage), s'est rétréci à 0,4% en juin et à 0,2% en juillet et août, en liaison avec la dissipation des effets baissiers des services de communication et haussiers des carburants et lubrifiants, ainsi que la modération de la progression des prix des produits alimentaires volatils.

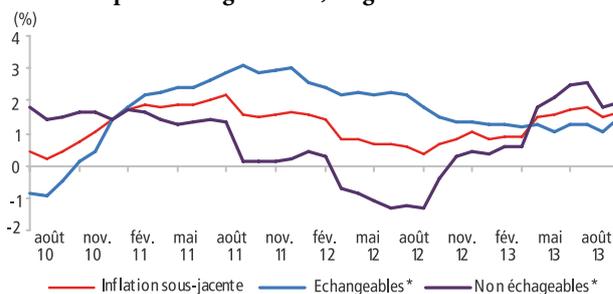
5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse détaillée de l'évolution des prix par catégorie des biens échangeables et non échangeables montre que la tendance fondamentale des prix a été tirée par la hausse aussi bien de l'inflation des biens échangeables que de celle des biens non échangeables (Graphiques 5.4 et 5.5). En août 2013, les contributions des prix des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente

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



Graphique 5.3 : Evolution des prix des biens échangeables* et non échangeables* et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés, en glissement annuel



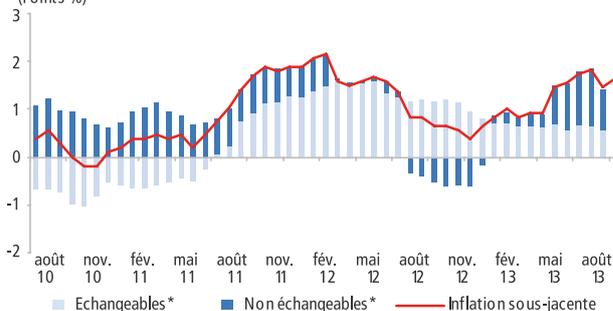
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

Tableau 5.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables* et non échangeables* inclus dans l'IPCX

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	juin 13	juil. 13	août 13	juin 13	juil. 13	août 13
Biens échangeables*	0,1	0,0	0,5	1,2	1,1	1,5
Biens non échangeables*	0,2	-0,6	0,5	2,5	1,8	2,0

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

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



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

se sont élevées respectivement à 0,8 et à 0,9 point de pourcentage.

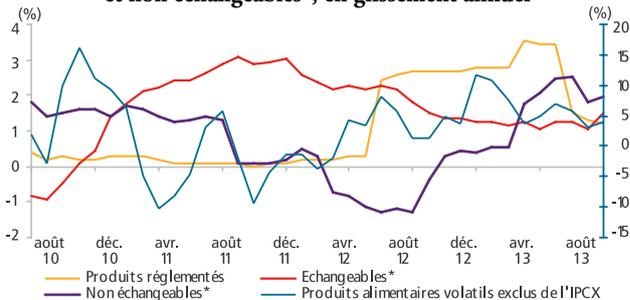
L'inflation des biens échangeables s'est établie à 1,5%, après s'être inscrite en moyenne à 1,2% durant les sept premiers mois de l'année. Cette augmentation reflète, en majeure partie, le renchérissement du lait (5,8% après 0,4%) et, dans une moindre mesure, la hausse du rythme de progression des prix des « produits à base de céréale » et « vêtements pour femmes ».

L'inflation des biens non échangeables est passée de 1,8% à 2%. Cette évolution s'explique, d'une part, par l'accélération des prix des « restaurants et hôtels » et des « loyers effectivement payés par les locataires » et, d'autre part, par l'atténuation de la baisse des prix des « services de téléphonie et de télécopie ». A l'inverse, la hausse des prix des viandes fraîches a connu un net ralentissement.

5.3 Biens et services

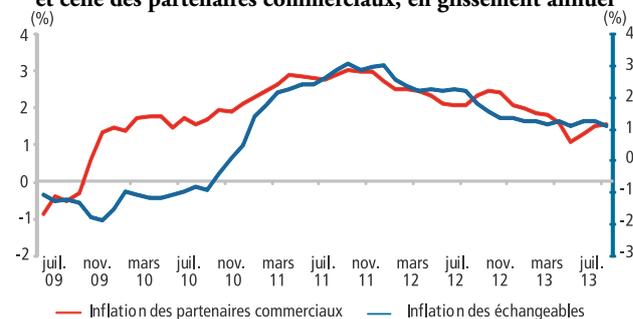
La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la dynamique de court

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



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

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



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

Encadré 5.1 : Nouveau système d'indexation partielle des prix de certains combustibles liquides

Depuis le 29 août 2013, un nouveau système d'indexation partielle des prix de certains produits pétroliers est entré en vigueur. Il concerne le gasoil, l'essence et le fuel industriel. Le mécanisme consiste à répercuter sur le prix à la pompe de ces produits, les fluctuations des cours internationaux du pétrole brut. Il prévoit de fixer annuellement les niveaux de subventions unitaires de ces produits en fonction du budget alloué dans la Loi des Finances. En pratique, la fixation des prix de vente selon le nouveau système se présente de la manière suivante :

- les prix de vente de base maxima au public des trois combustibles sont révisés le 16 de chaque mois à zéro heure ;
- la révision des prix de vente au détail se fait sur la base des moyennes mobiles des cours desdits produits commençant le 13 du mois M-2 et finissant le 12 du mois M, selon la même structure actuellement en vigueur ;
- les prix de vente appliqués à la pompe sont calculés comme la différence entre ces prix et les subventions unitaires ;
- les variations résultant de ce calcul ne sont répercutées à la pompe que si elles dépassent 2,5% ;
- les subventions unitaires allouées à ces produits sont fixées le 1er janvier de chaque année sur la base des crédits ouverts par la Loi des Finances, par un arrêté conjoint des Ministres chargés des Finances, de l'Energie et des Affaires Générales. Pour l'année 2013, les niveaux de subventions unitaires sont fixés à :
 - 2,6 dirhams le litre pour le gasoil ;
 - 0,8 dirham le litre pour le supercarburant ;
 - 930 dirhams la tonne pour le fuel industriel.

Les premiers effets sur les prix à la pompe de ce nouveau système se sont manifestés à partir du 16 septembre 2013, avec des hausses de 7,2% du prix du gasoil, de 5,7% de celui de l'essence et de 14,2% du fuel industriel.

terme de l'inflation a été influencée, en grande partie, par celle des biens et, dans une moindre mesure, par celle des services.

En effet, les prix des biens non transformés, conditionnés par les variations des prix des produits alimentaires volatils, ont progressé de 3,3% en août au lieu de 2,9% en juillet, contribuant à hauteur de 0,8 point de pourcentage à l'inflation. Les prix des biens transformés ont augmenté de 1,4% en août après 1,1% en juillet et 1,2% en juin, soit une contribution de 0,6 à la variation annuelle de l'IPC. Concernant les services, leurs prix ont connu une légère accélération de 1,5% à 1,7%. Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont progressé de 0,3%, soit le même taux annuel enregistré le mois précédent.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Dans un contexte marqué par la reprise des cours mondiaux des produits énergétiques et le léger recul de ceux hors énergie, les prix à la production industrielle ont enregistré une hausse mensuelle de 0,6% en juillet, après celle de 0,4% en juin, en liaison principalement avec l'accroissement de 2,1% des prix de la branche «raffinage de pétrole». Hormis cette branche, les prix à la production ont accusé un repli de 0,1%, sous l'effet de la baisse de 0,3% des prix des «industries alimentaires».

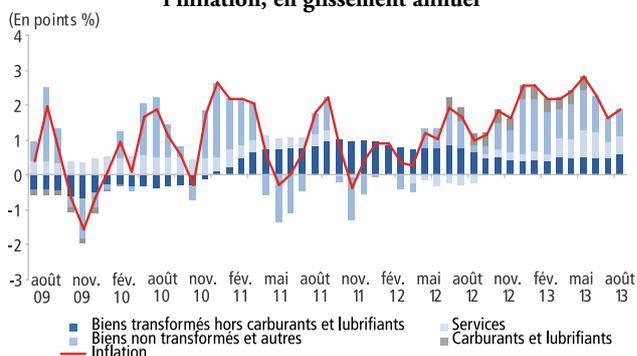
En glissement annuel, la baisse des prix à la production s'est atténuée, revenant de -2,4% en juin à -0,2% en juillet. Cette évolution reflète en grande partie la hausse des prix de la branche «raffinage de pétrole» de 1,5% en juillet après une diminution de 5,6% en juin. Pour leur part, les prix à la production hors «raffinage de pétrole», poursuivent leur rythme de décélération entamé depuis mars, s'établissant à -1,1% en juillet après -0,8% en juin.

Tableau 5.3 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés

	Contributions à l'inflation en variation mensuel		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	juil. 13	août 13	juil. 13	août 13
Produits exclus de l'IPCX	-0,2	0,7	0,7	0,8
Dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,3	0,2
Produits alimentaires volatils	-0,2	0,7	0,4	0,6
Biens échangeables*	0,0	0,2	0,4	0,5
Biens non échangeables*	-0,2	0,1	0,6	0,6

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

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



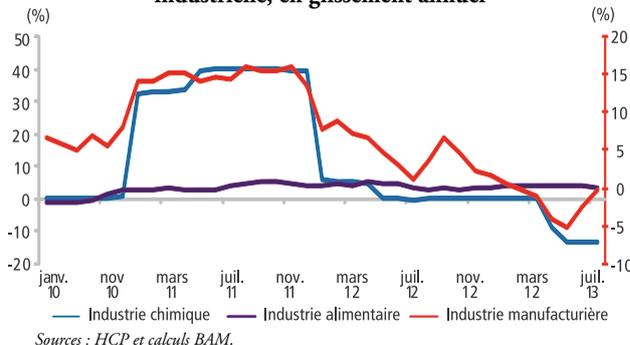
Sources : HCP et calculs BAM.

Tableau 5.4 : Indices des prix des biens et services

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

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

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



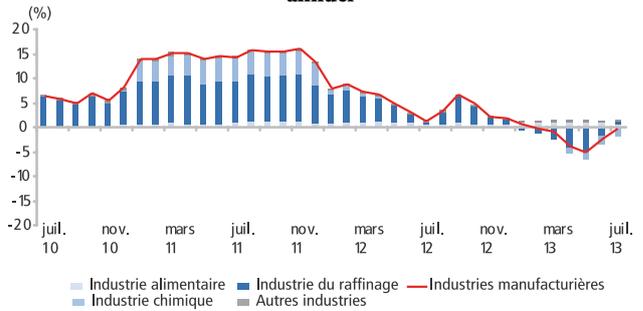
Sources : HCP et calculs BAM.

5.5 Anticipations d'inflation

Sur la base des résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juillet, les prix des produits industriels devraient rester inchangés durant les trois prochains mois. En effet, 90% des chefs d'entreprises enquêtés anticipent une stagnation des prix contre 5% qui tablent sur une hausse et 4% sur une baisse, ce qui correspond à un solde d'opinion d'un point de pourcentage (Graphique 5.11).

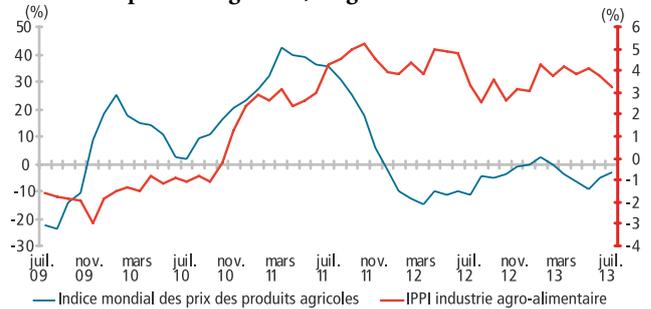
Les résultats de la même enquête laissent indiquer la poursuite de la modération de l'inflation aux cours des trois prochains mois. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation s'est établi à 75% en juillet, après 74% en moyenne durant les trois derniers mois. Quant au pourcentage de ceux ayant anticipé une hausse, il a marqué un repli de 24% à 18% en juillet 2013. (Graphique 5.12).

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



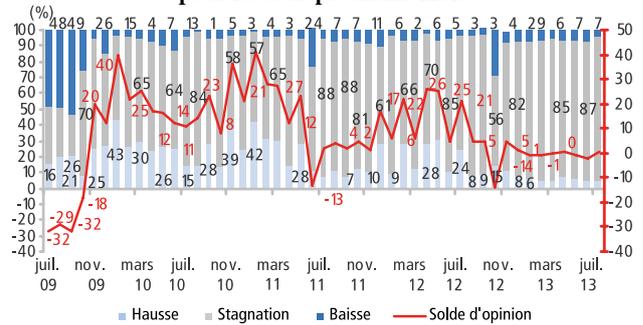
Sources : HCP et calculs BAM.

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



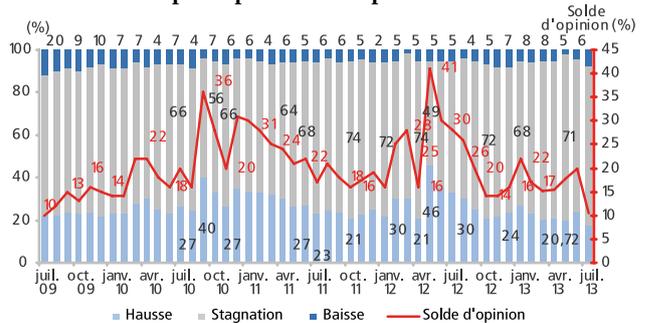
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM.

Graphique 5.11 : Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Graphique 5.12 : Anticipations de l'inflation par les chefs des entreprises pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. Ce scénario tient compte du nouveau mécanisme d'indexation partielle des prix de certains produits énergétiques sur les cours internationaux. Sous l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux facteurs de risque identifiés, l'évolution de l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres demeure en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, la prévision moyenne s'établissant autour de 1,8%, soit un niveau similaire au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM. Au cours de l'année 2013, l'inflation devrait se situer autour de 2,2%. Quant à 2014, elle devrait évoluer en moyenne aux environs de 1,7%. Pour le présent exercice de prévision, la balance des risques est légèrement orientée à la hausse en raison des incertitudes entourant les cours des matières premières y compris les produits énergétiques ainsi que la demande étrangère adressée au Maroc.

6.1 Hypothèses du scénario de base

6.1.1 Environnement international

Comparativement aux analyses présentées lors du dernier RPM, la dynamique de la croissance à l'échelle mondiale semble connaître de nouveaux rebondissements. Les économies avancées ont globalement affiché des signes prometteurs comme en attestent la modération de la récession dans la zone euro, le maintien de la croissance à un niveau favorable aux Etats-Unis et l'accélération de la croissance au Japon en lien avec la demande intérieure soutenue. En revanche, chez les pays émergents, les prémices d'un essoufflement de la croissance semblent se dessiner. Les facteurs à l'origine de cette légère décélération relèvent notamment de l'affaiblissement de la demande intérieure, du durcissement des conditions de financement et de l'atonie du commerce extérieur. En dépit de ces évolutions, les taux de croissance enregistrés par les économies émergentes devraient rester largement supérieurs aux taux observés chez les pays avancés.

Après avoir observé un recul de l'activité de -1% au 4^{ème} trimestre de 2012 et au 1^{er} trimestre de 2013, la récession semble relativement s'atténuer dans la zone euro qui a enregistré une baisse de l'activité de

-0,5% au 2^{ème} trimestre de l'année en cours. Cette réalisation reflète, d'une part, la reprise de la croissance en Allemagne (0,5% au 2^{ème} trimestre de 2013 contre -0,3% au 1^{er} trimestre) et en France

(0,3% au 2^{ème} trimestre de 2013 contre -0,5% au 1^{er} trimestre) et, d'autre part, la modération de la récession en Espagne (-1,6% contre -2%) ainsi qu'en Italie (-2% contre -2,3%).

Au cours du 2^{ème} trimestre de l'année en cours, la croissance économique de la zone euro a été tirée par une évolution favorable de la demande intérieure. D'une part, la consommation privée, dont les volumes de vente au détail et les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont enregistré un accroissement significatif, a maintenu son profil positif. D'autre part, le rebond de la production industrielle de biens d'équipement (3% comparativement au 1^{er} trimestre de 2013) laisse entrevoir de bonnes perspectives pour l'investissement hors construction. Cependant, le marché de l'immobilier a connu de nouveau une contraction reflétant ainsi la perdurance des perspectives moroses en matière d'emploi et des contraintes de financement. Dans le même sillage, après deux trimestres consécutifs de repli, le commerce extérieur n'a pas connu de progrès au vu du recul des échanges de biens, comme en témoigne l'indice relatif aux nouvelles commandes à l'exportation, extrait des enquêtes de la Commission Européenne, qui pointe vers un niveau inférieur à celui observé au 1^{er} trimestre.

S'agissant du marché du travail, le chômage a stagné dans la zone euro entre les mois de mars et juillet à hauteur de 12,1%. Ce chiffre, qui demeure toujours élevé, reflète les difficultés que traversent les économies de la zone, bien que de fortes disparités persistent entre les pays membres. Ainsi, le marché de l'emploi connaît une dynamique

favorable en Allemagne, comme en atteste le taux de chômage qui s'est stabilisé à 5,4% entre mars et juin avant de connaître une légère baisse en juillet (5,3%). En revanche, bien que l'Espagne ait connu une légère atténuation du chômage (26,3% aux mois de juin et juillet contre 26,4% en mars), la France (11% en juillet contre 10,8% en mars) et l'Italie (12% en juillet contre 11,9% en mars) ont affiché de nouvelles hausses.

Au regard de ces évolutions, l'inflation dans la zone euro a enregistré une quasi-stagnation entre les mois de juin et juillet (1,6%) avant d'observer une baisse en août (1,3%). Cette évolution traduit principalement la modération des prix des produits manufacturés hors énergie et des services qui ont compensé le renchérissement des prix des produits alimentaires.

Pour sa part, l'économie américaine continue d'afficher une dynamique favorable au vu du taux de croissance de 1,6%, réalisé au 2^{ème} trimestre de 2013, après une progression de 1,3% enregistré lors du 1^{er} trimestre de la même année. Cette évolution a résulté de la bonne tenue des dépenses de consommation, de la vigueur de l'investissement tant résidentiel que non résidentiel et de la politique monétaire accommodante. En revanche, la consommation publique et le commerce extérieur ont pâti du rééquilibrage budgétaire et de la contraction de la demande étrangère, contribuant ainsi négativement à la croissance pour le second trimestre consécutif.

Bénéficiant de la bonne orientation de l'économie américaine, le chômage s'est stabilisé entre les mois de mars et juin à 7,6% avant de marquer une baisse en juillet (7,4%) et en août (7,3%), soit des niveaux favorables relativement aux évolutions observées en 2012.

Contrairement à la zone euro, l'inflation aux Etats-Unis s'est inscrite à la hausse entre les mois de mars et juillet en passant de 1,5% à 2%. Cette tendance reflète essentiellement le rencherissement des prix de l'énergie et, dans une moindre mesure, la hausse des prix des produits alimentaires.

Eu égard à l'ensemble de ces évolutions, les dernières prévisions du Fonds Monétaire International, relatives à l'édition du mois de juillet, tablent pour

la zone euro sur une croissance de l'ordre de -0,6% en 2013 et 0,9% en 2014. En ce qui concerne les Etats-Unis, les projections du FMI anticipent des taux de croissance de 1,7% et 2,7% respectivement pour 2013 et 2014. Comparativement aux taux communiqués lors du RPM du mois de juin, les prévisions de croissance ont été légèrement revues à la baisse dans la mesure où des taux de -0,3% et 1,1% étaient attendus en 2013 et 2014 pour la zone euro et de 1,9% et 3% pour les Etats-Unis sur la même période.

Les incertitudes entourant les perspectives de croissance demeurent importantes bien que les risques extrêmes qui planaient sur les pays avancés aient diminué en intensité. A court terme, les récentes perturbations qu'ont connues les marchés financiers peuvent de nouveau interagir négativement avec la sphère réelle et compromettre ainsi les anticipations d'une croissance économique plus favorable. Aussi, l'exacerbation des tensions géopolitiques au moyen orient pourrait engendrer une envolée des cours du pétrole.

S'agissant des autres risques, ceux-ci ont trait, en premier lieu, à une mise en œuvre ralentie des réformes structurelles dans les pays de la zone euro. En second lieu, aux pressions baissières que pourraient exercer sur l'économie américaine les ajustements budgétaires entrepris par les pouvoirs publics en vue de rétablir la viabilité des finances publiques. Enfin, le prolongement de la décélération de l'activité observée chez les pays émergents durant la première moitié de cette année pourrait contrarier la progression du commerce mondial.

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 -0,7% pour l'année en cours et de 0,6% en 2014 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de juin (-0,7% en 2013 et 0,9% en 2014), la prévision de 2014 a été légèrement revue à la baisse. À rappeler que le taux de croissance des principaux partenaires commerciaux est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

En ce qui concerne les prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son Rapport sur la politique monétaire du mois de juillet, des taux d'inflation compris entre 1,8% et 1,2% en 2013 et oscillant entre 1,4% et 2% en 2014. De son côté, la BCE a de nouveau revu à la baisse, dans son bulletin du mois d'août, ses prévisions de l'inflation et table désormais sur un taux de 1,5% en 2013 et 2014 (contre 1,9% et 1,7% respectivement). Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés. À moyen terme, 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 désormais sur une baisse plus accentuée en 2013 qu'en 2014 en lien avec les perspectives d'une demande plus dynamique des pays avancés au cours de l'année prochaine.

6.1.2 Environnement national

Les perspectives de croissance économique pour l'année 2013 demeurent globalement favorables. Cette orientation reflète principalement le dynamisme du secteur agricole tandis que l'activité non agricole devrait connaître une décélération notable en lien avec la persistance de la récession dans la zone euro.

Conformément à l'hypothèse retenue lors du dernier Rapport sur la politique monétaire, le ministère de l'agriculture et de la pêche maritime a confirmé la réalisation d'une production céréalière de 97 millions de quintaux, soit une hausse de 91% par rapport à la campagne de l'année 2012. Cette bonne performance est attribuable aux conditions climatiques favorables observées tout au long de la campagne agricole 2012-2013, à l'augmentation des superficies emblavées ainsi qu'à la disponibilité des engrais et des semences sélectionnés en quantité adéquate. Concernant la prochaine campagne agricole, et en l'absence de visibilité, une production céréalière moyenne de 68 millions de quintaux est retenue dans le scénario central.

De son côté, l'activité non agricole devrait connaître une décélération durant l'année en cours. Cette contreperformance est due principalement à la contraction persistante de la demande externe et au ralentissement de la demande interne durant les deux premiers trimestres de l'année en cours. Toutefois, cette dernière devrait se raffermir durant les prochains trimestres en lien, notamment, avec les retombées positives de la bonne campagne agricole sur le revenu des ménages ruraux et l'évolution toujours positive des crédits à la consommation.

Dans ces conditions, un taux de croissance du PIB non agricole inférieur à 3% est retenu dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de juin, cette prévision demeure inchangée. S'agissant de la croissance globale, celle-ci devrait s'établir entre 4,5% et 5,5%.

Les données récentes relatives au marché du travail, datant du deuxième trimestre de 2013, indiquent une augmentation du taux de chômage national de 0,7% par rapport à la même période de l'année 2012, pour s'établir à 8,8%. Cette évolution résulte d'une aggravation de 1,5% du taux de chômage urbain qui s'est établi à 13,8% ainsi que d'une baisse de 0,3% du taux de chômage rural qui a atteint 3,2%. Cette réalisation résulte de la création de 165.000 postes durant le deuxième trimestre de l'année en cours, soit 49.000 en milieu urbain et 116.000 en milieu rural. Au niveau sectoriel, les créations d'emploi ont concerné les secteurs « agriculture, forêt et pêche » avec 136.000 postes, « industrie et artisanat » avec 37.000 postes ainsi que le secteur des « services » avec 5.000 postes. En revanche, la plus grande perte d'emploi a concerné le secteur des « BTP » avec une perte de 38.000 postes.

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

Enfin, l'entrée en vigueur de l'arrêté du Chef du Gouvernement relatif au système d'indexation partielle de certains combustibles liquides entraînerait une plus grande flexibilité au niveau des prix des carburants à la pompe. A ce titre, les prix du gasoil et du supercarburant se sont établis, au 16 septembre 2013, à 8,84 dh/l et 12,77 dh/l respectivement. En ce qui concerne le prix du fuel Industriel, ce dernier passerait de 4666 dh à 5329 dh la tonne. En outre et sur la base d'un scénario du prix du baril de 110 dollars, ces prix ne connaîtraient pas de révision pour le reste de l'année 2013. Au titre de l'année 2014, le FMI et la Banque Mondiale ont légèrement revu à la baisse leur prévision (juillet 2013) du prix du baril du pétrole qui se situerait désormais à 95,36 dollars et 99,6 dollars respectivement. Dans ces conditions et sous l'hypothèse du maintien des subventions unitaires prévues par le nouveau système d'indexation partielle, le prix du gasoil à la pompe fléchirait à 8,53 dh/l 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 1,8%, soit un niveau similaire au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM. De même, la prévision de l'inflation pour l'année 2013 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 2,2%, soit un taux légèrement supérieur à celui prévu dans l'exercice précédent (2,1%). En 2014, la prévision de l'inflation au cours du premier semestre devrait se situer autour de 1,8%, soit un niveau supérieur à celui communiqué lors du dernier RPM (1,5%). Au cours du troisième trimestre de l'année 2014, l'inflation devrait s'établir à 1,8% au lieu de 1,6% prévu dans le dernier RPM. Enfin, au quatrième trimestre de l'année 2014, l'inflation devrait se situer à 1,5%.

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme les plus probables. Cependant, il existe plusieurs sources d'incertitudes provenant aussi bien des modèles utilisés pour la prévision que de l'évolution future

des variables exogènes 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).

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

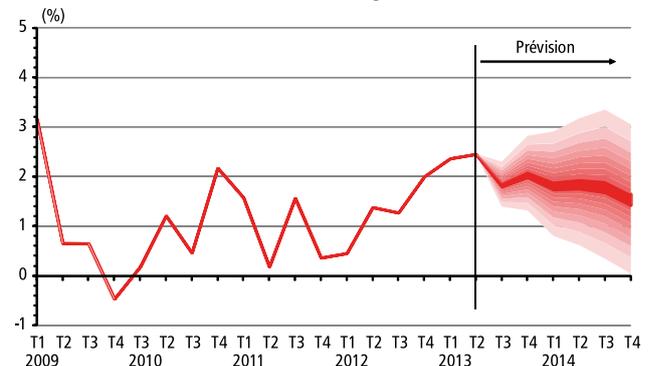
Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2013 T3 –2014 T4

	2013		2014				Moyenne		HP*
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2013	2014	
Prévision centrale (%)	1,8	2,0	1,8	1,9	1,8	1,5	2,2	1,7	1,8

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2013 T3 - 2014 T4 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGHRIB

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب