



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 27 / 2013

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 18 juin 2013





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 18 juin 2013

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

## SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés .....	5
Communiqué de presse .....	9
Aperçu général .....	11
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale .....</b>	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	15
1.3 Investissement .....	16
1.4 Commerce extérieur .....	17
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>19</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	19
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	20
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>22</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde .....	22
3.2 Prix des matières premières et inflation .....	27
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc .....	29
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>31</b>
4.1 Conditions monétaires .....	31
4.2 Prix des actifs .....	38
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>40</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	40
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	41
5.3 Biens et services .....	42
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	42
5.5 Anticipations d'inflation .....	43
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>45</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	45
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	48

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes .....	14
Graphique 1.2	: Croissance du PIB non agricole et du PIB des pays partenaires .....	14
Graphique 1.3	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale .....	14
Graphique 1.4	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers .....	15
Graphique 1.5	: Contributions des branches d'activité à la croissance globale.....	14
Graphique 1.6	: Projections de la croissance T1 2013-T4 2013 .....	15
Graphique 1.7	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des recettes voyages .....	16
Graphique 1.8	: Evolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des crédits à la consommation .....	16
Graphique 1.9	: Evolution en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée du BTP et des crédits à l'équipement.....	16
Graphique 1.10	: Evolution du climat général des affaires .....	17
Graphique 1.11	: Cumul des exportations.....	17
Graphique 1.14	: Evolution des quantités importées et des prix du pétrole brut .....	18
Graphique 1.12	: Cumul des importations.....	18
Graphique 1.13	: Evolution des quantités exportées et des prix du phosphate .....	18
Graphique 2.1	: Output gap non agricole.....	19
Graphique 2.2	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	19
Graphique 2.3	: Soldes d'opinion relatifs à l'évolution des composantes du coût unitaire de production par secteur au premier trimestre .....	19
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail, en glissement annuel .....	20
Graphique 2.5	: Evolution de l'emploi par secteur d'activité .....	20
Graphique 2.6	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel .....	21
Graphique 2.7	: SMIG trimestriel en termes nominal et réel.....	21
Graphique 3.1	: Evolution du spread LIBOR -OIS .....	22
Graphique 3.2	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis .....	22
Graphique 3.3	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	23
Graphique 3.4	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	23
Graphique 3.5	: Evolution du VIX et du VSTOXX.....	23
Graphique 3.6	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	23
Graphique 3.7	: Evolution de la croissance dans les pays avancés.....	24
Graphique 3.8	: Evolution de la croissance dans les pays émergents .....	24
Graphique 3.9	: Evolution des indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	24
Graphique 3.10	: Cours mondial du Brent en \$/baril .....	25
Graphique 3.11	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie .....	26
Graphique 3.12	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés .....	26
Graphique 3.13	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	28
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	28
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	29
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires .....	29
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import des produits miniers .....	29
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des demi-produits .....	29
Graphique 3.19	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national .....	30
Graphique 3.20	: Evolution de l'indice des prix à l'importation .....	30

Graphique 4.1	: Evolution du taux moyen pondéré .....	30
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor .....	32
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	32
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire .....	32
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires .....	33
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	33
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	33
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	33
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs .....	34
Graphique 4.4	: Evolution du TMP et des taux débiteurs.....	34
Graphique 4.5	: Variation en glissement annuel de M3 et sa tendance.....	34
Graphique 4.6	: Ecart monétaire .....	34
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la variation en glissement annuel de la masse monétaire .....	35
Graphique 4.8	: Variation en glissement annuel des composantes de M3 .....	35
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel des dépôts .....	35
Graphique 4.10	: Variation en glissement annuel du crédit .....	35
Graphique 4.11	: Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit .....	36
Graphique 4.12	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	36
Graphique 4.13	: Variation en glissement annuel des réserves internationales nettes .....	36
Graphique 4.14	: Variation en glissement annuel des placements liquides et des dépôts à terme.....	37
Graphique 4.15	: Evolution du taux de change du dirham .....	37
Graphique 4.16	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel du dirham .....	37
Graphique 4.17	: Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers .....	38
Graphique 4.18	: Evolution de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	38
Graphique 4.19	: Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers et de l'indice boursier du secteur immobilier .....	38
Graphique 4.20	: Indices boursiers .....	38
Graphique 4.21	: Evolution depuis le début de l'année des indices sectoriels .....	39
Graphique 4.22	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents au premier trimestre 2013 .....	39
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	40
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes de l'IPC à l'inflation .....	41
Graphique 5.3	: Contribution des biens échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	41
Graphique 5.4	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés .....	41
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables .....	42
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	42
Graphique 5.7	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	42
Graphique 5.8	: Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	43
Graphique 5.9	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	43
Graphique 5.10	: Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles.....	43
Graphique 5.11	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	44
Graphique 5.12	: Anticipations de l'inflation par les chefs des entreprises pour les trois prochains mois.....	44
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2013 T2 - 2014 T3 .....	48

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés par grandes branches d'activité .....	13
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale au mois de mai 2013.....	17
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité, d'emploi et de chômage.....	20
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel .....	24
Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance .....	25
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage .....	25
Tableau 3.4	: Perspectives d'évolution des taux de chômage dans les principaux pays avancés .....	25
Tableau 3.5	: Futures du prix du pétrole .....	26
Tableau 3.6	: Evolution récente de l'inflation dans le monde, .....	28
Tableau 3.7	: Evolution de l'indice des prix à l'importation .....	30
Tableau 4.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	31
Tableau 4.2	: Taux créditeurs .....	32
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions .....	39
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes .....	40
Tableau 5.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	41
Tableau 5.3	: Indices des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés .....	42
Tableau 5.4	: Indices des prix des biens et services .....	43
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2013 T2 –2014 T3 .....	48

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire .....	32
-------------	--	----

بنك المغرب  
بنك المغرب

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 18 juin 2013

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 18 juin 2013.
2. Au cours de cette réunion, le Conseil a analysé et approuvé le Rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque, relatif à l'exercice 2012.
3. Le Conseil a également examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du troisième trimestre 2014.
4. Le Conseil a noté que l'inflation s'est établie à 2,4% en moyenne au premier trimestre 2013 et qu'elle s'est maintenue au même niveau en avril, soit une évolution en ligne avec les prévisions publiées dans le Rapport sur la politique monétaire de mars 2013. L'inflation sous-jacente a augmenté de 0,9% au cours des deux premiers mois de l'année à 1,5% en mars et à 1,6% en avril. Cette hausse traduit principalement la dissipation de l'effet de la réduction en 2012 des tarifs des services de communication. Par ailleurs, sous l'effet du recul des cours internationaux des matières premières, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur baisse avec un taux de 1% en mars et de 4% en avril.
5. L'environnement international reste caractérisé par la poursuite de la dégradation de l'activité et des niveaux de chômage élevés, notamment dans la zone euro où la croissance s'est établie à -1,1% au premier trimestre 2013 après -0,9% au quatrième trimestre 2012. Aux Etats-Unis, en revanche, le PIB a progressé de 1,8% après 1,7% un trimestre auparavant. Sur les marchés du travail, les données du mois de mai indiquent une quasi-stabilité du taux de chômage à 7,6% aux Etats-Unis, tandis que dans la zone euro, il a atteint 12,2% selon les chiffres du mois d'avril. Pour ce qui est du crédit au secteur privé, il a poursuivi sa contraction dans la zone euro avec un taux de 0,9% en avril, enregistrant ainsi sa 12ème baisse consécutive, alors qu'aux Etats-Unis, il a progressé de 4,3% en mai. En termes de perspectives, le FMI prévoit une croissance de 1,9% en 2013 et de 3% en 2014 aux Etats-Unis et table, pour la zone euro, sur une contraction de 0,3% suivie d'une progression de 1,1%. Ces évolutions, conjuguées au recul des cours des matières premières, ont contribué au maintien de l'inflation à des niveaux modérés, particulièrement dans les pays partenaires, laissant entrevoir pour le Maroc l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine externe au cours des prochains trimestres.
6. Au niveau national, les données des comptes nationaux pour 2012 indiquent une décélération de la croissance à 2,7%, recouvrant une baisse de 8,9% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 4,5% du PIB non agricole. Pour 2013, les activités agricoles bénéficieront des bonnes conditions climatiques ayant prévalu au cours de la campagne agricole 2012/2013, alors que la croissance non agricole continuera à subir les effets de la conjoncture défavorable dans les principaux pays partenaires. La croissance devrait se situer entre 4,5% et 5,5%, avec une décélération du PIB non agricole à un rythme entre 2,5% et 3,5%. 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 intérieure.

7. Sur le plan des finances publiques, les données arrêtées à fin avril 2013 montrent un déficit budgétaire de 18,6 milliards, contre 15,1 milliards à fin avril 2012. Cette évolution est liée à l'alourdissement de 6,1% des dépenses globales, avec toutefois une baisse de 31,9% des charges de compensation, alors que les recettes ordinaires n'ont augmenté que de 1,6% suite à la baisse de 3,1% des recettes fiscales. Au titre de l'année 2013, le déficit budgétaire est prévu à 5,5% du PIB, contre 7,6% en 2012.
8. Au niveau des comptes extérieurs, les informations disponibles à fin mai font ressortir une atténuation de 7,3% du déficit commercial à 81,6 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes voyages ont augmenté, en glissement annuel, de 3,1% et les transferts des MRE de 0,1%, alors que les rentrées au titre des investissements directs étrangers ont atteint 17,8 milliards de dirhams contre 13,4 milliards une année auparavant, soit une hausse de 32,8%. Tenant compte de la dernière levée du Trésor sur le marché international, les réserves internationales nettes se sont ainsi établies à 153,1 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 4 mois et 9 jours d'importations de biens et services.
9. Les évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs laissent indiquer une modération des pressions inflationnistes à moyen terme avec un écart monétaire demeurant à un niveau négatif. Le rythme de progression annuelle de M3 a augmenté de 2,9% en moyenne au cours du premier trimestre à 4% en avril et celui du crédit bancaire de 3,1% à 3,9%. A fin décembre 2013, la croissance du crédit devrait se situer entre 5% et 6% selon les dernières données disponibles. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2013 montrent une diminution de 21 points de base du taux d'intérêt moyen pondéré du crédit à 5,99%. De son côté, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié d'un trimestre à l'autre de 0,5% en termes nominaux et de 0,66% en termes réels. Pour ce qui est de l'indice des prix des actifs immobiliers, il a quasiment stagné d'une année à l'autre.
10. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait rester globalement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. Elle devrait se situer autour de 2,1% en 2013, de 1,6% au troisième trimestre 2014 et de 2% en moyenne sur l'horizon de prévision.
11. Dans ce contexte caractérisé par une balance des risques équilibrée, sous l'hypothèse du maintien du dispositif actuel de compensation, et une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de maintenir inchangé le taux directeur à 3%.
12. Notant la poursuite de la décélération des activités non agricoles et du crédit bancaire, Bank Al-Maghrib a décidé de mettre en place un nouveau programme destiné à encourager le financement bancaire des TPME (très petites, petites et moyennes entreprises), en particulier celles opérant dans le secteur de l'industrie ou dont la production est destinée à l'export. Ce programme, d'une durée minimale de deux ans, met à la disposition des banques des liquidités garanties notamment par des effets privés de cette catégorie d'entreprises.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

Au premier trimestre 2013, l'inflation s'est établie à 2,4% en moyenne, après 2% le trimestre précédent, soit une évolution en ligne avec les prévisions publiées dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. En avril 2013, elle s'est maintenue à 2,4%, tandis que sa composante sous-jacente a atteint 1,6% contre 1,5% en mars et 0,9% en janvier et février. La hausse de l'inflation sous-jacente traduit principalement celle des prix des produits non échangeables de 0,6% en février, de 1,8% en mars et de 2,1% en avril. L'inflation des biens échangeables a pour sa part quasiment stagné autour de 1,2% entre janvier et avril, dans un contexte de modération des pressions inflationnistes d'origine externe. Par ailleurs, et sous l'effet du recul des cours internationaux des matières premières, les prix à la production industrielle ont poursuivi leur baisse qui s'est chiffrée à 4% en avril après 1% en mars.

Au plan international, la poursuite de la dégradation de l'activité et de ses perspectives, conjuguée à des niveaux élevés du chômage, notamment dans la zone euro, a contribué au maintien de la modération des pressions inflationnistes. En dépit d'une relative détente au niveau des différents marchés financiers, les dernières données disponibles indiquent la poursuite de la détérioration de l'activité dans les principaux pays avancés, confirmant ainsi le découplage entre les évolutions des sphères réelle et financière. La dégradation de l'activité a concerné particulièrement la zone euro, alors que de légères hausses ont été enregistrées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Ainsi, la croissance s'est élevée à 1,8% au premier trimestre 2013 après 1,7% un trimestre auparavant aux Etats-Unis et ce, dans un contexte caractérisé par le regain d'incertitudes liées à l'absence de visibilité sur le plan budgétaire au-delà de septembre 2013. Au Royaume-Uni, la croissance s'est relativement améliorée passant de 0,2% au quatrième trimestre 2012 à 0,6% au premier trimestre 2013. Dans la zone euro, l'activité a poursuivi son repli, avec une contraction de 1,1% du PIB en glissement annuel après celle de 0,9% au quatrième trimestre 2012. Quant au Japon, même si son PIB n'a augmenté que de 0,2% en glissement annuel, il a marqué une progression de 1% en glissement trimestriel, imputable en grande partie à la nouvelle politique économique fortement expansionniste engagée par le gouvernement. Parallèlement, les marchés du travail n'ont pas montré de signes d'amélioration, en particulier dans la zone euro, alors qu'aux Etats-Unis, les données pour le mois de mai montrent une création de 175.000 emplois, avec toutefois une légère hausse du taux de chômage à 7,6%. Pour ce qui est du crédit au secteur privé, il a progressé de 4,3% aux Etats-Unis, alors que dans la zone euro, il s'est contracté de 0,9%, soit la 12<sup>ème</sup> baisse consécutive. Au niveau des pays émergents et en développement, la croissance a poursuivi son ralentissement, avec un léger tassement en Chine à 7,7%, sous l'effet notamment du recul de la demande aussi bien interne qu'externe. En termes de perspectives, les actualisations récentes publiées par les institutions internationales indiquent des révisions à la baisse des projections de la croissance pour 2013 et un redressement progressif à partir de 2014. A ce titre, le FMI a prévu une augmentation du PIB mondial de 3,3% en 2013 et de 4% en 2014, recouvrant une croissance de 1,2% et 2,2% respectivement dans les économies avancées et de 5,3% et 5,7% dans les économies émergentes et en développement.

Au niveau national, les estimations provisoires des comptes nationaux pour 2012 font ressortir une croissance globale à 2,7%, résultat d'une progression de 4,5% du PIB non agricole et d'une contraction de 8,9% de la valeur ajoutée des activités agricoles. A court terme, la conjoncture défavorable, particulièrement dans les principaux pays partenaires du Maroc, continue d'impacter négativement la croissance non agricole. Dans ces conditions, l'output gap non agricole devrait se situer, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, en dessous de zéro, indiquant l'absence de pressions inflationnistes émanant de la demande interne. Ce constat est corroboré par les résultats de l'enquête de conjoncture mensuelle de la Banque du mois d'avril, qui montrent une stagnation du taux d'utilisation des capacités de production à un niveau inférieur à sa moyenne historique. Pour ce qui est des perspectives, la décélération de

la croissance non agricole observée en 2012 devrait s'accroître en 2013, avec une prévision dans une fourchette de 2,5% à 3,5% contre 4% à 5% publiée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. En revanche, portée par une amélioration sensible des activités agricoles, la croissance du PIB devrait connaître une hausse plus rapide, se situant en 2013 entre 4,5% et 5,5%.

Sur le plan des finances publiques, les données arrêtées à fin avril 2013 montrent une aggravation du déficit budgétaire, qui s'est établi à 18,6 milliards contre 15 milliards de dirhams un an auparavant. Les recettes ordinaires ont progressé de 1,6%, recouvrant une hausse de 3 milliards des recettes non fiscales et une baisse de 3,1% des recettes fiscales. En parallèle, les dépenses globales ont augmenté de 6,1% avec notamment une hausse de 15,8% des dépenses de biens et services et une baisse de 31,9% des charges de compensation.

S'agissant des comptes extérieurs, les dernières données disponibles à fin mai font ressortir un repli de 7,8 milliards de dirhams des importations, et de 1,5 milliard des exportations. Dans ces conditions, le déficit commercial a enregistré un allègement, à 81,6 milliards de dirhams au lieu de 88 milliards au cours de la même période de 2012. En parallèle, les recettes voyages ont augmenté de 3,1% et les transferts des MRE de 0,1%. Compte tenu des autres éléments de la balance des paiements, les RIN se sont améliorées de 0,1% à fin mai, suite à la dernière levée du Trésor sur le marché international, pour s'établir à 153,1 milliards de dirhams à fin mai, soit l'équivalent de 4 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

Outre l'absence de pressions sur les prix émanant des facteurs de la demande interne et externe, les évolutions récentes des conditions monétaires font également état d'une modération des tensions inflationnistes. En effet, en dépit des légères hausses des rythmes de croissance annuels des agrégats de monnaie et de crédit à fin avril, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif. Le taux de progression de l'agrégat M3 est passé à 4% au lieu de 2,9% au premier trimestre, et celui du crédit bancaire à 3,9% après 3,1% au trimestre précédent, traduisant notamment une accélération des facilités de trésorerie et des crédits immobiliers, alors que les prêts à l'équipement ont poursuivi leur mouvement de contraction quasi-continu depuis juillet 2012. Par ailleurs, au niveau des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le premier trimestre 2013 indiquent une diminution de 21 points de base du taux moyen pondéré du crédit, revenant à 5,99%. Cette baisse a concerné exclusivement les taux assortissant les facilités de trésorerie.

De son côté, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié de 0,5% au premier trimestre, en termes nominaux par rapport au trimestre précédent et de 0,66% en termes réels, en raison d'un taux d'inflation national globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Pour ce qui est de l'indice des prix des actifs immobiliers, il a quasi-stagné d'une année à l'autre, avec une hausse de 0,5% pour les biens résidentiels, une diminution de 2,9% pour les actifs commerciaux et une quasi-stabilité pour le foncier.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation devrait globalement rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, la prévision moyenne pour 2013 ayant été légèrement revue à la baisse, à 2,1%. Au terme de l'horizon de prévision, soit le troisième trimestre 2014, l'inflation s'établirait à 1,6%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle devrait se situer à 1,8%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme de l'horizon de prévision.

Au total, et dans l'hypothèse du maintien du dispositif actuel de la compensation des prix, la balance des risques entourant la prévision centrale demeure globalement équilibrée, en relation notamment avec les incertitudes entourant l'évolution des cours des matières premières et la croissance économique chez les principaux pays partenaires.

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

Sur l'ensemble de l'année 2012, la croissance nationale s'est établie à 2,7%, recouvrant un ralentissement des activités non agricoles de 4,9% en 2011 à 4,5% et un repli de 8,9% de la valeur ajoutée agricole. L'évolution de la demande s'est caractérisée notamment par une décélération de la consommation finale nationale et de la formation brute de capital fixe, bien que la consommation et l'investissement publics aient été en accélération. Pour 2013, sous l'effet notamment d'une hausse de la valeur ajoutée agricole, l'économie nationale devrait connaître une croissance plus rapide que celle précédemment prévue, pour s'établir dans un intervalle entre 4,5% et 5,5%. Toutefois, la composante non agricole devrait s'inscrire en ralentissement sensible s'établissant dans une fourchette entre 2,5% et 3,5%. Cette tendance traduit les effets directs et indirects des incertitudes persistantes relatives à l'activité chez nos principaux partenaires. Au plan de la demande intérieure, bien que la consommation puisse bénéficier des effets positifs des améliorations des revenus agricoles, l'investissement devrait pâtir d'un environnement économique encore défavorable affecté par les conséquences de la coupe budgétaire annoncée par le Gouvernement. De leur côté, les indicateurs des échanges extérieurs, à fin mai 2013, font ressortir une poursuite de la baisse des exportations et des importations. Dans ces conditions, les éléments d'analyse de l'offre et de la demande indiquent que les pressions sur les prix demeurent modérées.

## 1.1 Production

En 2012, la croissance nationale s'est établie à 2,7%, recouvrant une progression de 4,5% du PIB non agricole et un repli de 8,9% de la valeur ajoutée agricole, soit des évolutions en ligne avec les prévisions de la Banque publiées dans le cadre du Rapport sur la politique monétaire de mars 2013.

Au premier semestre 2013, le rythme de progression du PIB se serait inscrit en accélération à 5,1%, portée par un net redressement de la croissance agricole à 16,7%. La composante non agricole, quant à elle, aurait ralenti à 3,2%, reflétant une contreperformance quasi-généralisée des secteurs d'activité.

Consécutivement à la précocité et la bonne répartition temporelle et territoriale des précipitations qui ont favorisé l'installation des céréales d'automne, l'activité agricole devrait enregistrer une nette amélioration en 2013. Le cumul pluviométrique s'est, en effet, élevé à 394,2 mm au 31 mai 2013, en accroissement de 73,7% par rapport à la même période une année auparavant, portant ainsi le taux de remplissage des barrages à usage agricole à 87% au lieu de 68% respectivement.

Pour ce qui est des activités non agricoles, les dernières données disponibles montrent une atonie marquée. En effet, la croissance

**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	
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI <sub>p</sub>	TII <sub>p</sub>
Agriculture	5,9	6,1	6,0	4,3	-8,3	-9,6	-8,4	-9,0	16,9	16,5
<b>VA non agricole</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
Industrie extractive	14,5	2,8	-1,7	8,2	-7,9	-5,4	3,2	-2,8	-3,9	-4,2
Industrie de transformation	3,4	0,8	3,7	4,0	3,5	0,9	1,7	0,7	0,7	1,0
Electricité et eau	0,4	5,7	5,3	12,8	12,6	10,8	11,5	1,7	-2,2	1,4
Bâtiment et travaux publics	2,0	1,7	6,1	7,0	5,7	3,5	-1,7	-5,7	-6,8	-6,0
Commerce	4,7	4,7	4,6	4,9	2,8	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6
Hôtels et restaurants	6,3	-2,9	-3,9	-7,0	-4,9	2,3	1,4	5,6	2,2	1,9
Transports	7,4	6,5	5,9	3,9	1,7	2,4	2,1	3,5	2,2	2,1
Postes et télécommunications	13,0	15,5	24,1	23,0	13,4	12,8	18,1	19,6	14,7	13,5
Administration publique générale et sécurité sociale	6,5	6,4	5,7	4,5	10,3	9,9	9,3	9,0	6,4	5,7
Autres services*	7,0	6,3	5,6	4,3	6,0	5,9	5,7	5,7	5,0	5,0
Impôts sur les produits nets des subventions	3,6	2,2	3,5	1,4	3,0	3,1	1,9	2,1	1,9	1,4
<b>PIB hors agriculture</b>	<b>5,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>5,7</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>

(\*) Comprenant les activités financières et assurances, services rendus aux entreprises et services personnels, éducation, santé et action sociale et branche fictive

Sources : HCP et prévisions de BAM.

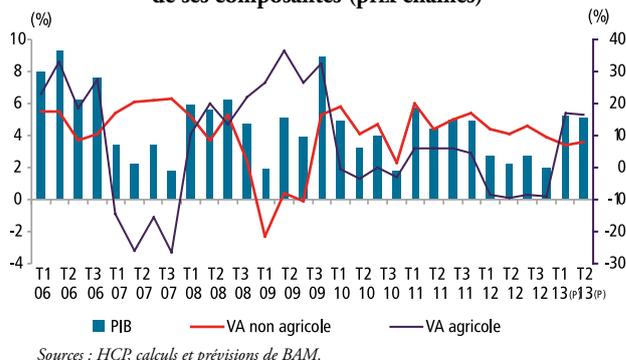
de la valeur ajoutée minière aurait poursuivi son rythme baissier, s'établissant à -4,1% au premier semestre 2013 après un repli de 2,8% au quatrième trimestre 2012. Cette évolution reflète notamment la baisse de la demande étrangère de phosphate et dérivés, comme en témoigne le fléchissement des exportations de l'OCP de 12,1% à fin avril 2013. Dans le même sillage, la baisse des prix du phosphate entamée au deuxième semestre 2012 s'est inscrite en accentuation, avec un repli de 10,3% en moyenne durant les cinq premiers mois de 2013.

Pour sa part, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation devrait enregistrer une légère amélioration au deuxième trimestre 2013, marquant une hausse de 1% qui demeure inférieure à la moyenne des réalisations des trois dernières années. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib relatifs au mois d'avril 2013 corroborent cette tendance, indiquant une hausse des ventes et un maintien des stocks de produits finis à leur niveau normal, constaté depuis le début de l'année. De même, les carnets de commandes sont restés à leur niveau habituel et le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu à 68%.

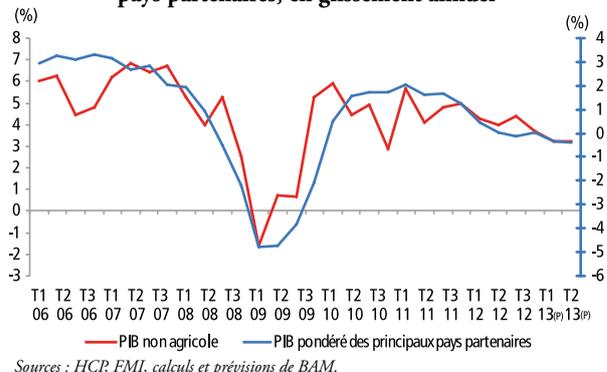
La valeur ajoutée de la branche «électricité et eau» aurait fléchi de 2,2% au premier trimestre 2013, sous l'effet d'une baisse de 4% de la production nette locale de l'ONE et de 2,2% de ses ventes en haute et moyenne tensions. Toutefois, elle devrait se redresser de 1,4% sous l'hypothèse d'une poursuite de l'amélioration enregistrée en avril 2013, avec une hausse de 3,7% et de 4% de la production et des ventes d'électricité.

Pour la branche du bâtiment et travaux publics, les indicateurs relatifs au mois de mai 2013 continuent de faire état d'une dégradation de l'activité, avec toutefois une légère atténuation comparativement au premier trimestre. En effet, les ventes de ciment ont fléchi de 6,6% à fin mai après une baisse de 20,8% au premier trimestre tandis que les crédits accordés aux promoteurs immobiliers ont progressé de 1,9% à fin avril après une quasi-stagnation à fin mars 2013. Dans ces conditions, la valeur ajoutée du BTP devrait enregistrer une baisse de 6% au deuxième trimestre 2013, après un repli de 6,8% un trimestre auparavant.

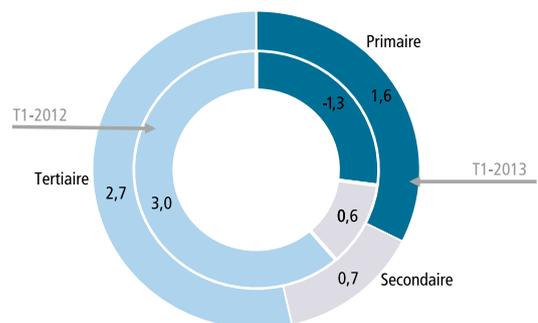
**Graphique 1.1 : Evolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes (prix chaînés)**



**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**



Du côté des activités tertiaires, la valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait croître de 14,7% et de 13,5% aux premier et deuxième trimestres 2013 respectivement. Les dernières données disponibles, qui demeurent celles du premier trimestre 2013, indiquent une progression, en glissement annuel, de 9% du parc de la téléphonie mobile et de 17,9% de celui d'Internet, après 8,6% et 58,5% respectivement à la même période de 2012.

La croissance de l'activité touristique devrait s'établir à 2% au premier semestre 2013, portée par un effet de base favorable ainsi que par une certaine amélioration de la majorité des indicateurs du secteur. En effet, les entrées de touristes ont atteint 2.558 milliers de visiteurs à fin avril 2013, en progression de 1,5% par rapport à 2012. Parallèlement, les nuitées recensées au niveau des établissements d'hébergement classés se sont accrues de 8,6%, élevant ainsi le taux d'occupation à 48% contre 46% une année auparavant. En parallèle, les recettes voyages se sont accrues de 3,1% à fin mai 2013.

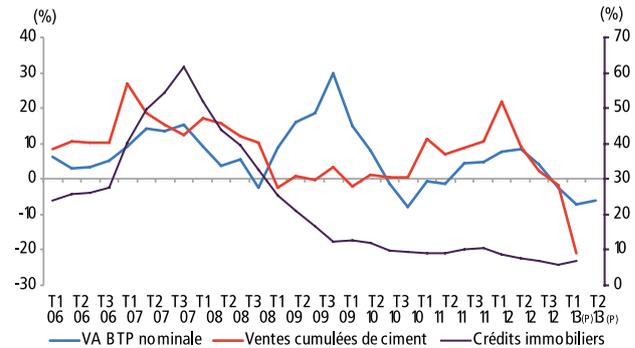
Pour sa part, la valeur ajoutée du transport, conditionnée par la performance des autres branches, devrait progresser à un rythme légèrement inférieur à celui observé en 2012.

En perspective, la croissance nationale sur l'ensemble de l'année devrait s'établir dans une fourchette de 4,5% et 5,5%, contre un intervalle de 4% et 5% prévu en mars 2013. Ces projections recouvrent notamment une révision à la baisse de la croissance non agricole qui devrait s'établir entre 2,5% et 3,5%.

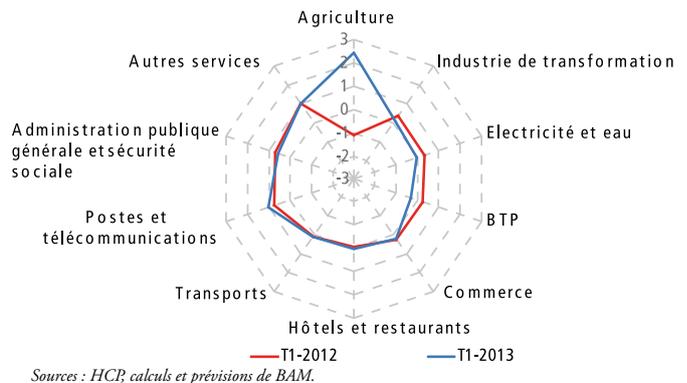
## 1.2 Consommation

Les dépenses de consommation finale nationale se sont accrues, en termes réels, de 3% au quatrième trimestre 2012, contre 3,3% un trimestre auparavant et 7,3% au même trimestre de l'année 2011. Cette évolution reflète le ralentissement du rythme de progression de la consommation finale des ménages de 2,4% à 2% d'un trimestre à l'autre, alors que celle des administrations publiques s'est maintenue autour de 6,8%. Pour les prochains trimestres, la consommation finale des ménages devrait connaître un renforcement en liaison

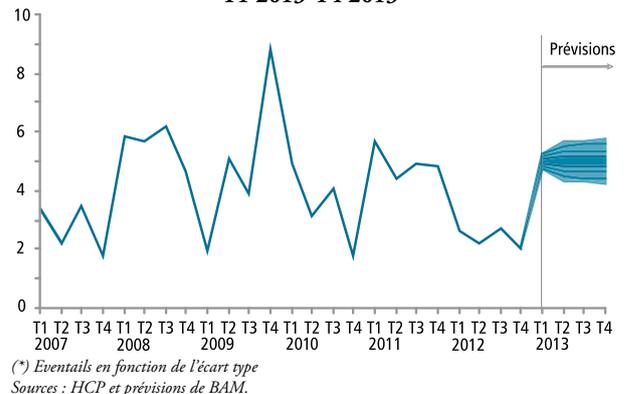
**Graphique 1.4 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers**



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



**Graphique 1.6 : Projections de la croissance du PIB T1 2013-T4 2013\***



notamment, avec l'amélioration des revenus ruraux; les autres indicateurs disponibles laissant entrevoir une évolution à la baisse en relation avec l'orientation peu favorable des activités non agricoles.

En outre, les données des échanges extérieurs à fin mai 2013 indiquent un redressement de 0,1% des transferts des MRE et de 3,1% des recettes voyages. Pour leur part, les importations des produits finis de consommation ont accusé un repli de 5,7%, contre une hausse de 12,1% à la même période une année auparavant.

La consommation des administrations publiques, devrait quant à elle poursuivre sa croissance. En effet, les dernières données disponibles indiquent une augmentation de 15,8% des dépenses de fonctionnement à fin avril 2013, contre 9% à la même période une année auparavant, tirée par une progression des dépenses du personnel et celles des autres biens et services.

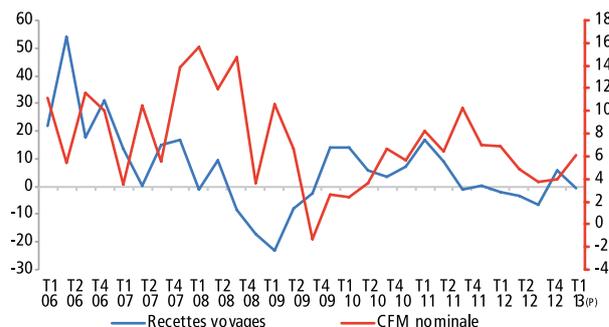
### 1.3 Investissement

L'investissement a diminué de 0,7% au quatrième trimestre 2012, après une croissance limitée à 0,4% un trimestre auparavant. Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib, portant sur le premier trimestre 2013, révèlent un climat des affaires jugé normal après deux trimestres consécutifs défavorables. En effet, les dépenses d'investissement au cours du premier trimestre auraient stagné selon 46% des industriels et baissé pour 37% d'entre eux.

Par ailleurs, les données monétaires indiquent une contraction des crédits à l'équipement de 0,9% à fin avril 2013 et un accroissement des crédits immobiliers de 7,3%. Pour leur part, les indicateurs des échanges extérieurs font ressortir un accroissement de 8,8% des importations de biens d'équipement à fin mai 2013. En outre, l'attentisme marquant le marché immobilier, avec un recul de 8,1%, du nombre de transactions et une quasi-stagnation de l'indice des prix immobiliers au premier trimestre constitue une source d'incertitude additionnelle pour l'investissement des ménages.

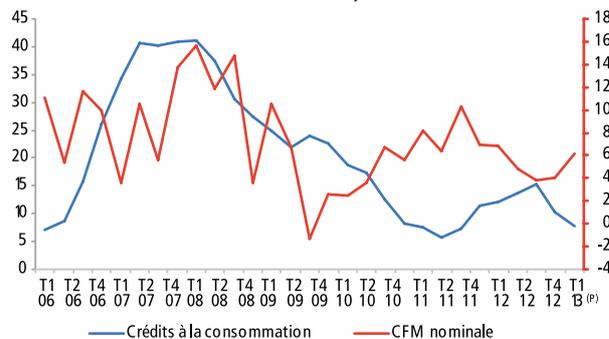
De leur côté, les dépenses d'investissement du Trésor, se sont accrues à fin avril 2013 de 39,5% par rapport à l'année dernière.

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



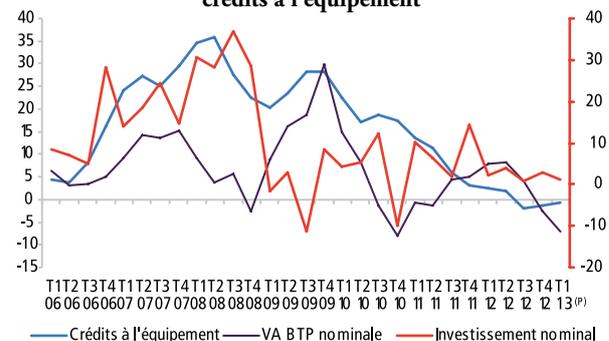
Sources : HCB, Office des changes, calculs et prévisions de BAM.

**Graphique 1.8 : Évolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages (CFM) et des crédits à la consommation, en %**



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

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



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

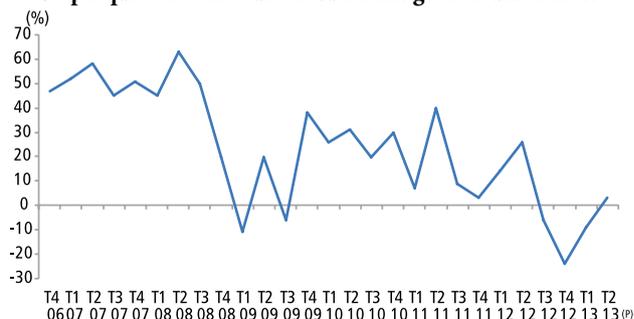
## 1.4 Commerce extérieur

Les données à fin mai 2013 indiquent la poursuite de l'allègement du déficit commercial en glissement annuel, en liaison avec le repli des importations. En effet, la balance commerciale a dégagé un déficit de 81,6 milliards de dirhams, en baisse de 7,3% comparativement à la même période de l'année précédente, contre une aggravation de 14,7% un an auparavant. Cette évolution s'explique par la régression de 4,7% ou 7,8 milliards de dirhams des importations qui se sont chiffrées à 157,6 milliards de dirhams. Pour leur part, les exportations ont fléchi de 1,9% ou 1,5 milliard de dirhams, s'établissant à 76 milliards de dirhams. Le taux de couverture s'est ainsi établi à 48,2%.

La diminution des exportations s'explique par le recul de 18% des ventes de l'industrie extractive de minerais, établies à 5,5 milliards de dirhams, ainsi que par celui de 7,9% des exportations de l'industrie chimique à 14,7 milliards. Pour leur part, les exportations du secteur de l'automobile ont enregistré une hausse de 10,7%, se situant à 12 milliards, liée à l'augmentation de 50,5% de celles des voitures de tourisme à 3,9 milliards de dirhams. De même, les expéditions du secteur de l'aéronautique ont connu un accroissement de 22,5%, atteignant 3,2 milliards de dirhams. Les livraisons du secteur agricole et agro-alimentaire se sont également accrues de 4,1% à 15,3 milliards de dirhams, recouvrant une amélioration de 17,4% des ventes de l'industrie alimentaire et des baisses respectives de 10,4% et de 9,4% de celles de la pêche et d'agrumes. Parallèlement, les exportations du secteur de l'électronique a enregistré une progression de 7,6%, totalisant 3,3 milliards de dirhams. En revanche, celles du secteur textile et cuir ont accusé une baisse de 0,9%, se situant à 13,9 milliards de dirhams.

En regard, le recul des importations est lié essentiellement à celui de 16,2% des achats de produits énergétiques qui ont totalisé 38 milliards de dirhams. Cette diminution est due principalement à celle de 29,9% des acquisitions de pétrole brut qui se sont chiffrées à 10,4 milliards de dirhams. Toutefois, les achats des produits hors énergie ont diminué

Graphique 1.10 : Évolution du climat général des affaires\*



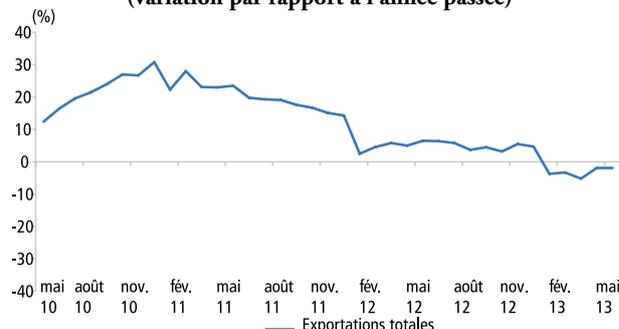
\* Solde d'opinion représentant la différence entre le pourcentage de réponses «Bon» et «médiocre»  
Source : Enquête mensuelle de Conjoncture dans l'industrie de BAM.

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

(En millions de dirhams)	mai		Variations	
	2012	2013*	Montant	%
<b>Exportations</b>	<b>77 438</b>	<b>75 983</b>	<b>-14 55</b>	<b>- 1,9</b>
Industrie extractive de minerais	6 701	5 495	-1 206	-18,0
Industrie chimique	15 984	14 718	-1 266	-7,9
Textile et cuir	13 986	13 860	-126	- 0,9
Agriculture et Agro-alimentaire	14 699	15 300	+601	+ 4,1
Aéronautique	2 571	3 150	+579	+ 22,5
Automobile	10 786	11 939	+1 153	+ 10,7
Electronique	3 025	3 254	+229	+7,6
<b>Importations</b>	<b>165 430</b>	<b>157 595</b>	<b>-78 35</b>	<b>- 4,7</b>
Importations de produits énergétiques	45 374	38 011	-7363	- 16,2
Importations hors énergie	120 056	119 584	-472	- 0,4
Biens d'équipement	31 079	33 803	+2 724	+ 8,8
Demi-produits	32 828	34 264	+1 436	+ 4,4
Biens de consommation	27 893	26 312	-1 581	- 5,7
Produits alimentaires	18 639	17 623	-1 016	- 5,5
Produits bruts	9 617	7 582	-2 035	- 21,2
<b>Déficit commercial</b>	<b>87 992</b>	<b>81 612</b>	<b>6 380</b>	<b>-7,3</b>

\* Données préliminaires.  
Source : OC.

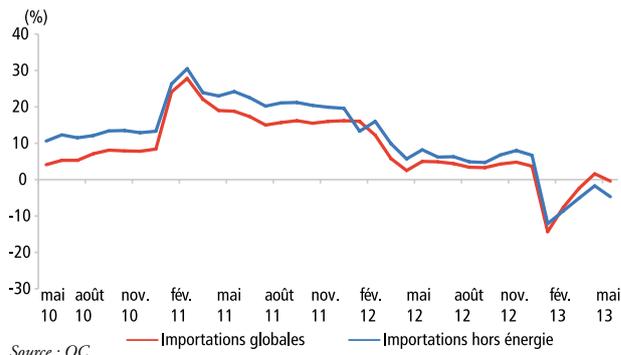
Graphique 1.11 : Cumul des exportations (variation par rapport à l'année passée)



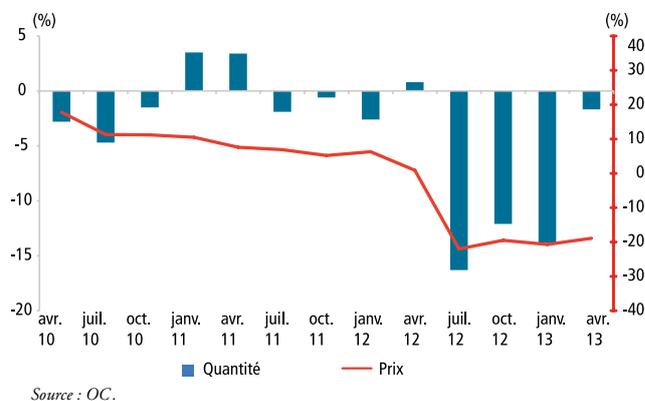
Source : OC.

légèrement de 0,4% en glissement annuel. Ainsi, les importations de produits bruts ont fléchi de 21,2% à 7,6 milliards de dirhams, avec notamment la baisse de 29,3% de celles de soufre brut à 1,6 milliard de dirhams. Les achats de biens de consommation ont également reculé de 5,7% à 26,3 milliards de dirhams, en liaison avec le repli de 27,1% de ceux des vêtements confectionnés à 676 millions, et de 13,6% de voitures de tourisme et pièces détachées à 6,1 milliards de dirhams. De même, les importations de produits alimentaires ont régressé de 5,5%, totalisant 17,6 milliards de dirhams, en relation notamment avec les reculs respectifs de 90,4% et de 26,9% des approvisionnements en orge et en maïs, à 109 millions et 1,4 milliard de dirhams respectivement. Les importations de biens d'équipement ont, en revanche, crû de 8,8% à 33,8 milliards de dirhams, suite notamment à l'accroissement sensible des achats de pièces détachées pour véhicules industriels, qui sont passés de 685 millions à 1,5 milliard de dirhams en une année. De même, les acquisitions des demi-produits se sont accrues de 4,4% à 34,3 milliards de dirhams.

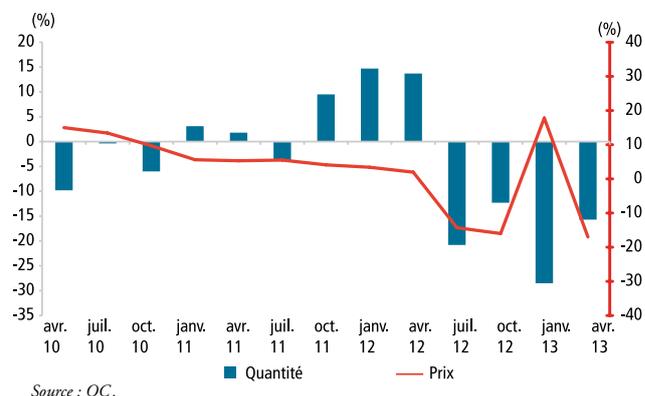
**Graphique 1.12 : Cumul des importations (variation par rapport à l'année passée)**



**Graphique 1.13 : Evolution des quantités exportées et des prix du phosphate, en glissement annuel**



**Graphique 1.14 : 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 la persistance d'une conjoncture internationale difficile, notamment dans la zone euro, et une certaine décélération de la demande intérieure, l'output gap non agricole devrait se situer, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, en dessous de zéro au cours du deuxième trimestre 2013. Parallèlement, d'après les résultats de l'enquête mensuelle de la Banque, le taux d'utilisation des capacités de production, a stagné à 68% en avril 2013, soit un niveau en dessous de la moyenne historique de 71%.

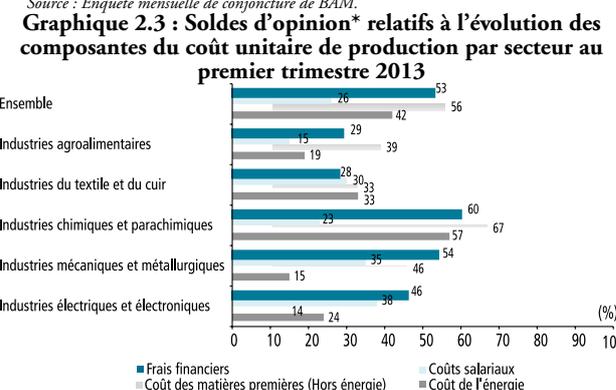
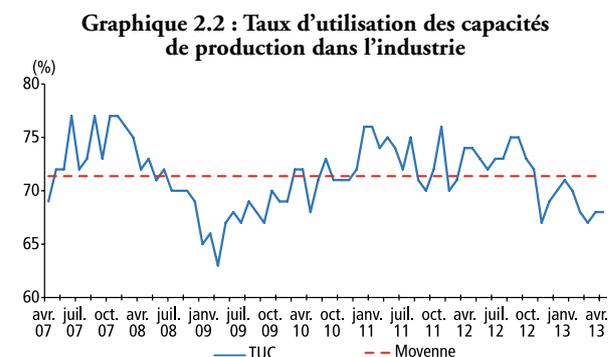
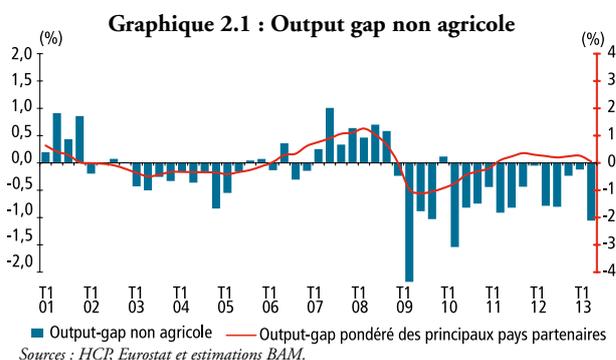
Sur le marché du travail, le taux de chômage a reculé de 0,5 point de pourcentage au premier trimestre 2013 à 9,4%. Au cours de la même période, le SMIG horraire et les salaires dans le secteur privé ont marqué des progressions respectives de 2,2% et 6,1% en termes réels. Au total, en dépit de certaines tensions sur les coûts de production, l'analyse de l'ensemble des facteurs laisse indiquer une absence de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres.

### 2.1 Tensions sur les capacités de production

Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap non agricole devrait se situer à -1% au cours du deuxième trimestre 2013 après -0,1% au premier trimestre 2013 et -0,5% en moyenne en 2012, dénotant ainsi d'une absence de tensions significatives de la demande sur les prix.

Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC), tel qu'il ressort de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, a stagné à 68% en avril 2013, niveau demeurant inférieur, depuis août dernier, à sa moyenne historique (71%) observée depuis 2007 (Graphique 2.2). Cette situation recouvre une amélioration du TUC dans les industries agro-alimentaires, une stagnation dans les industries mécaniques et métallurgiques et un recul dans les autres branches.

Parallèlement, selon les résultats de la même enquête, les coûts unitaires de production industrielle auraient enregistré une hausse au cours du premier trimestre 2013. Cette évolution a concerné l'ensemble des branches, à l'exception des industries électriques et électroniques et les industries mécaniques et métallurgiques, pour lesquelles la hausse des frais financiers a été le principal facteur de progression des coûts (Graphique 2.3).



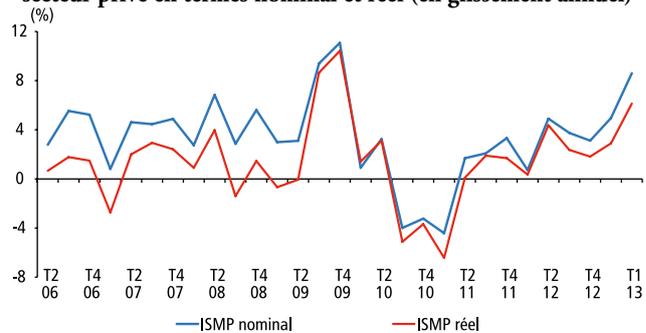
\* Différence entre les pourcentages des entreprises qui déclarent une hausse et celles qui indiquent une baisse.

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.



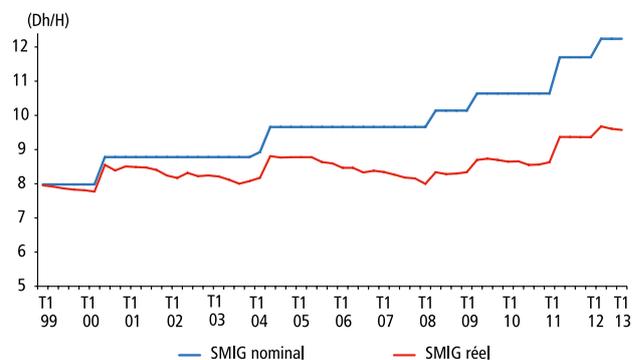
trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM du mois de mars qui indiquent une augmentation des salaires. Pour sa part, le SMIG horaire a progressé de 2,2% en termes réels, au premier trimestre 2013.

**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**



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

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

Dans un contexte caractérisé par une relative détente des conditions financières, les dernières données de la conjoncture économique internationale font état globalement de la poursuite de l'affaiblissement de l'activité et de ses perspectives. Ceci concerne tout particulièrement les pays avancés avec toutefois un contraste entre, d'un côté, les Etats-Unis et le Royaume-Uni qui ont marqué des progressions du PIB et, d'un autre, la zone euro qui reste en récession pour le quatrième trimestre consécutif. Dans les pays émergents et en développement, la croissance a enregistré un nouveau ralentissement ; notamment en Chine où elle est passée de 7,9% à 7,7% sous l'effet du recul de la demande aussi bien interne qu'externe. Les dernières prévisions des institutions internationales montrent que la croissance de l'économie mondiale ne devrait pas connaître d'amélioration significative en 2013. En effet, le FMI, la Commission Européenne et l'OCDE ont révisé à la baisse leurs projections de croissance pour 2013, tout en tablant sur un redressement progressif de l'activité à partir de 2014. En outre, les conditions défavorables sur le marché du travail constituent une préoccupation majeure, notamment dans la zone euro. Sur les marchés des matières premières, hormis les prix des produits énergétiques qui demeurent à des niveaux élevés comparativement à la même période de l'année précédente, les cours se sont globalement inscrits en baisse. Cette évolution, conjuguée au ralentissement de la demande, au niveau élevé du chômage et aux perspectives de croissance défavorables, a contribué au maintien de l'inflation à des niveaux modérés, particulièrement dans les pays avancés.

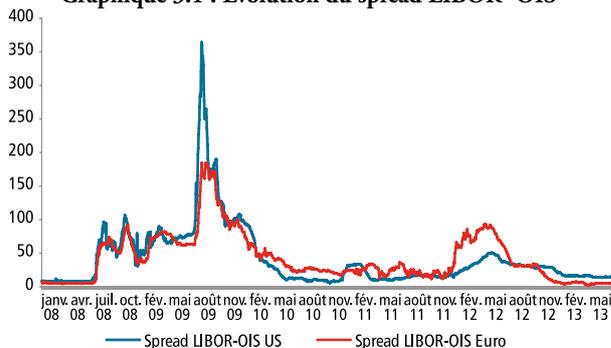
#### 3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

##### 3.1.1 Conditions financières

En mai 2013, les tensions sur les marchés financiers semblent s'être atténuées sur quasiment tous les compartiments, à l'exception de quelques perturbations qu'ont connues les marchés boursiers vers la fin du mois.

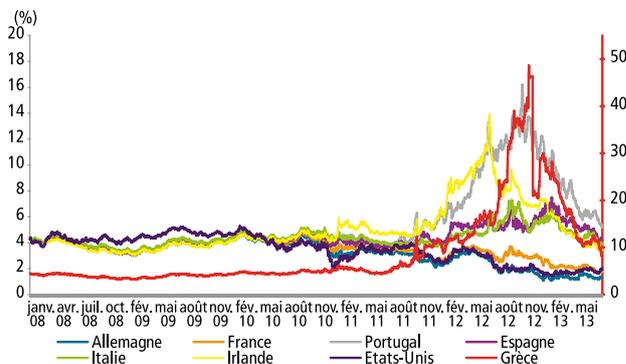
Au niveau des marchés obligataires, les taux souverains se sont détendus ou stagné selon les pays et ce, pour le deuxième mois consécutif. Dans la zone euro, les taux de rendement à 10 ans des pays périphériques ont enregistré des baisses, d'avril à mai 2013, passant de 4,3% à 3,9% pour l'Italie, de 4,6% à 4,2% pour l'Espagne et de 6,2% à 5,4% pour le Portugal. De même, ceux de la Grèce ont diminué pour s'établir à 9,3% après 11,6%. Les taux de rendement des obligations françaises et allemandes ont, quant à eux, stagné à 1,8% et 1,3%, respectivement. Pour sa part, le taux de rendement des bons du Trésor américains a augmenté à 1,9% en mai au lieu de 1,7%, le mois précédent.

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.

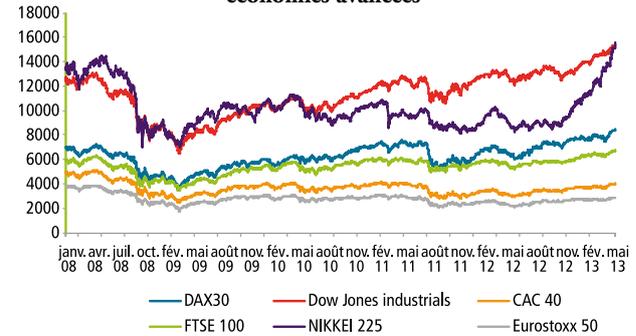
Concernant les marchés monétaires, les taux interbancaires ainsi que les spreads ont quasiment stagné. Ainsi, l'Euribor à 3 mois a atteint 0,21% en mai au lieu de 0,20% le mois précédent, alors que le Libor de même échéance s'est établi à 0,27% contre 0,28%. Pour sa part, le spread Libor-OIS euro s'est stabilisé à 4,9 points de base, d'avril à mai 2013, tandis que le spread Libor-OIS dollar a marqué une hausse à 15,4 points en mai contre 14,6 points en avril.

Par ailleurs, la croissance du crédit au secteur privé a enregistré une hausse en avril à 4,3% au lieu de 4,1% un mois auparavant aux Etats-Unis. En revanche, dans la zone euro, elle s'est contractée de 0,9%, soit la 12ème baisse consécutive.

Au niveau des marchés boursiers, les principaux indices ont globalement réalisé des performances positives en mai, tout en étant moins volatiles par rapport à avril. En effet, sur les marchés européens, l'Eurostoxx50 a augmenté de 5,6%, le DAX30 de 7%, le CAC40 de 5,9% et le FTSE de 4,2%. Concernant les autres indices des économies avancées, le NIKKEI225 et le Dow Jones se sont accrus de 10% et 3,1% respectivement. En matière de volatilité, le VSTOXX est revenu de 20,4 points de base à 17,4 points, alors que le VIX a baissé de 14 à 13 points, d'un mois à l'autre. De même, les indices boursiers des économies émergentes ont enregistré une hausse, en contraste avec leur évolution du mois précédent. Ainsi, le MSCI EM s'est accru en mai de 2,9%, en glissement mensuel.

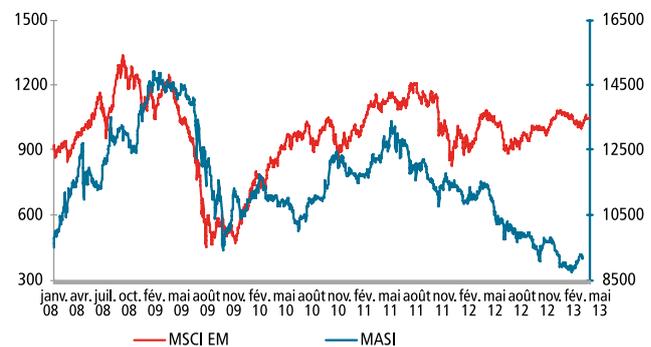
Sur les marchés des changes internationaux, l'euro s'est échangé en moyenne à 1,30 dollar en mai, s'inscrivant en légère dépréciation de 0,5% par rapport au mois précédent. La monnaie unique s'est également dépréciée de 0,5% vis-à-vis de la livre sterling, alors qu'elle s'est appréciée de 2,8% contre le yen japonais. Ce dernier s'est nettement déprécié s'établissant à 133 yens contre un euro et 103 yens pour un dollar en mai, niveaux qui

**Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**



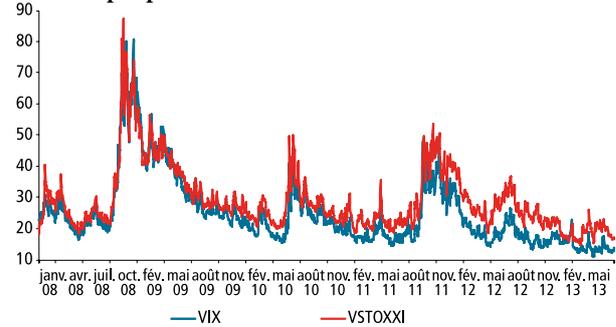
Source : Datastream.

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



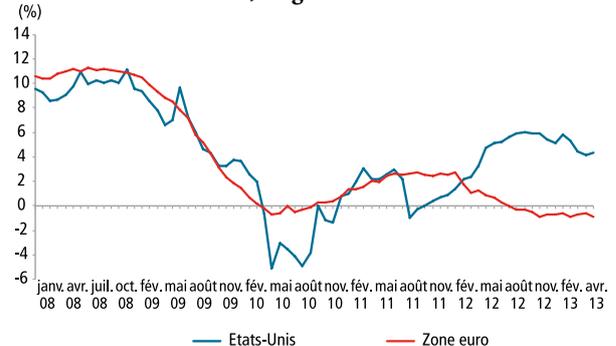
Source : Datastream.

**Graphique 3.5 : Evolution du VIX et du VSTOXX**



Source : Datastream.

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



Source : Datastream.

n'ont pas été atteints depuis janvier 2010 et avril 2009 respectivement. Cette évolution est imputable essentiellement aux mesures d'assouplissement monétaire engagées par la Banque centrale du Japon pour lutter contre la déflation.

S'agissant des décisions de politique monétaire, la Banque d'Angleterre et la Federal Reserve (FED) ont maintenu leurs taux directeurs inchangés lors de leurs dernières réunions respectivement à 0,50% et dans une fourchette de 0% à 0,25%. De même, la BCE a maintenu son taux directeur à 0,5%.

En outre, les minutes de la FED de mai 2013 ont montré des divergences au sein du comité de politique monétaire au sujet du programme d'achats de titres, qui s'élève actuellement à 85 milliards de dollars par mois. Certains membres du FOMC<sup>1</sup> ont indiqué que ce programme pourrait être ralenti ou arrêté avant même que la condition sur le taux de chômage ne soit remplie. Le communiqué souligne ainsi que le comité «devrait se préparer à modifier le rythme de ses achats d'actifs, soit en réponse à une amélioration des perspectives économiques ou en cas d'une réévaluation des coûts et bénéfices de ce programme».

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

Au niveau de la sphère réelle, les données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2013 indiquent la poursuite de la détérioration de l'activité, notamment dans la zone euro, alors qu'une légère hausse a été observée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

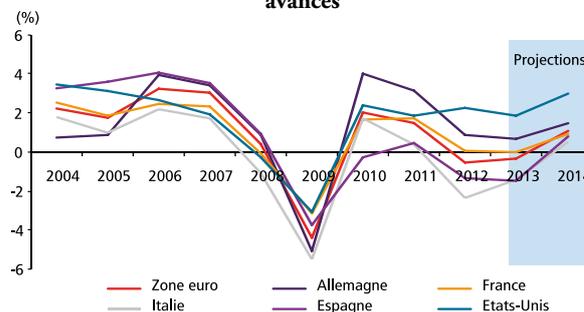
Au premier trimestre de 2013, la croissance dans les pays avancés a connu des évolutions différenciées selon les pays. Aux Etats-Unis, la croissance s'est élevée à 1,8% après 1,7% enregistrée un trimestre auparavant. Cette amélioration résulte principalement de la vigueur de la consommation des ménages et du

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

	2011		2012			2013	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Etats-Unis	1,6	2,0	2,5	2,1	2,6	1,7	1,8
Zone euro	1,3	0,6	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1
France	1,8	1,4	0,3	0,1	0	-0,3	-0,4
Allemagne	2,7	1,9	1,3	1,0	0,9	0,3	-0,3
Italie	0,3	-0,5	-1,7	-2,5	-2,6	-2,8	-2,3
Espagne	0,6	0,0	-0,7	-1,4	-1,6	-1,9	-2,0
Royaume-Uni	0,7	1,0	0,4	0,04	0,3	0,2	0,5
Japon	-0,5	0,0	3,3	4,0	0,4	0,4	0,2
Chine	9,1	8,9	8,1	7,6	7,4	7,9	7,7

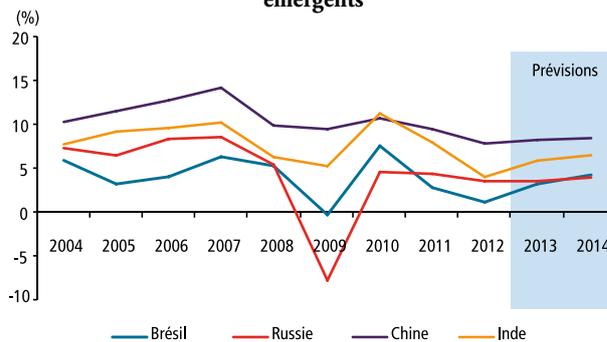
Source : Eurostat.

**Graphique 3.7 : Evolution de la croissance dans les pays avancés**



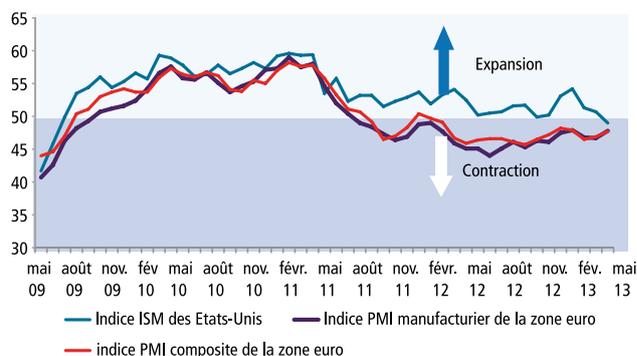
Source : FMI.

**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

<sup>1</sup> Federal Open Market Committee.

rebond des exportations. De même, au Royaume Uni, le PIB s'est inscrit en légère hausse en glissement annuel, passant à 0,6% après 0,2% au quatrième trimestre 2012, porté notamment par le secteur des services. Au Japon, le PIB a augmenté de 0,2% en glissement annuel.

En revanche, dans la zone euro, l'activité a poursuivi son repli, avec une contraction du PIB en glissement annuel de 1,1% au premier trimestre, après celle de 0,9% enregistrée un trimestre auparavant.

Cette évolution reflète essentiellement le recul de l'activité dans les principales économies de la zone. En Allemagne, le PIB a baissé de 0,3% et ce, après une légère hausse de 0,3% le trimestre précédent; enregistrant ainsi la plus faible performance depuis 2009. Par ailleurs, la contreperformance des exportations a impacté l'évolution du PIB en France et en Espagne, aggravant sa contraction en glissement annuel de 0,3% à 0,4% et de 1,9% à 2% respectivement d'un trimestre à l'autre. Tandis qu'en Italie, la baisse du PIB s'est légèrement atténuée de -2,8% à -2,6%.

Concernant les pays émergents d'Asie, la croissance en Chine a légèrement baissé de 7,9% à 7,7% au premier trimestre, attribuable en partie au ralentissement aussi bien de la demande interne qu'externe. Alors qu'en Inde, la croissance du PIB a légèrement augmenté passant de 4,7% à 4,8%.

Pour leur part, les résultats des enquêtes effectuées auprès des directeurs d'achat dans la zone euro, laissent présager une atténuation de la contraction de l'activité en mai. En effet, l'indice PMI composite est passé de 46,9 points en avril à 47,7 demeurant toutefois en baisse de 4,8% par rapport au seuil de 50 points. De son côté, l'indice PMI manufacturier a progressé à 47,8 points après 46,7 un mois auparavant. Aux Etats-Unis, les résultats indiquent que l'indice ISM manufacturier s'est établi à 49 points après

**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	3,3	4,0	3,1	4,0
Etats-Unis	1,9	2,6	1,9	3,0	1,9	2,8
Zone euro	-0,4	1,2	-0,3	1,1	-0,6	1,1
Allemagne	0,4	1,8	0,6	1,5	0,4	1,9
France	-0,1	1,1	-0,1	0,9	-0,3	0,8
Italie	-1,3	0,7	-1,5	0,5	-1,8	0,4
Espagne	-1,5	0,9	-1,6	0,7	-1,7	0,4
Royaume Uni	0,6	1,7	0,7	1,5	0,8	1,5
Japon	1,4	1,6	1,6	1,4	1,6	1,4
Chine	8,0	8,1	8,0	8,2	7,8	8,4
Inde	5,7	6,6	5,7	6,2	5,7	6,6
Brésil	3,0	3,6	3,0	4,0	2,9	3,5
Russie	3,3	3,8	3,4	3,8	2,3	3,6

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

**Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage**

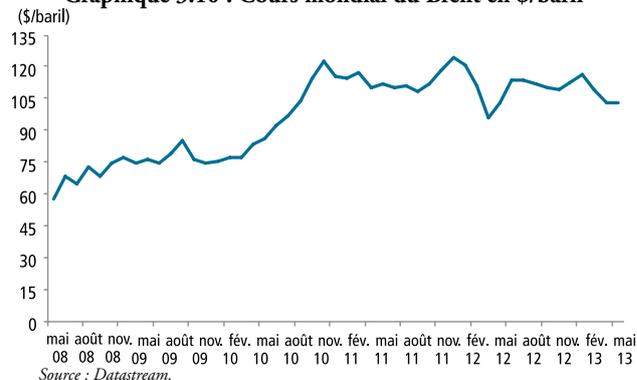
	2011	2012	mars 2013	avr. 2013	mai 2013
Etats-Unis	9,0	8,1	7,6	7,5	7,6
Zone euro	10,2	11,4	12,1	12,2	N.D
France	9,6	10,2	11,0	11,0	N.D
Italie	8,4	10,6	11,9	12,0	N.D
Allemagne	6,0	5,5	5,4	5,4	N.D
Espagne	21,7	25,1	26,7	26,8	N.D
Royaume-Uni	8,0	7,9	N.D	N.D	N.D

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 (février 2013), OCDE (mai 2013), FMI (avril 2013).

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


50,7 le mois précédent, se plaçant ainsi au dessus de la barre des 50 points.

Au vu des évolutions économiques au cours de ces deux derniers trimestres, le FMI a légèrement révisé à la baisse ses projections de croissance en avril. Ainsi, il prévoit une hausse du PIB mondial de 3,3% en 2013 et de 4% en 2014 recouvrant une croissance de l'ordre de 1,2% et 2,2% dans les économies avancées et de 5,3% et 5,7% dans les économies émergentes et en développement. La croissance avoisinerait 1,9% en 2013 et 3% en 2014 aux Etats-Unis, -0,3% et 1,1% dans la zone euro et 1,6% et 1,4% au Japon. Par ailleurs, le Fonds a prévu une croissance de l'ordre de 8% et 8,2% en Chine, de 5,7% et 6,2% en Inde et de 3% et 4% au Brésil.

De même, la Commission Européenne a revu à la baisse ses prévisions de croissance dans ses perspectives économiques de mai 2013, en réaffirmant que le retour à la croissance devrait se faire progressivement à partir du deuxième semestre, avant d'accélérer en 2014. Ainsi, le PIB mondial devrait augmenter de 3,1% en 2013 et de 3,8% en 2014. Par groupement de pays, la croissance s'établirait à 1,1% et 2,1% dans les économies avancées, à 5,2% et 5,6% dans les pays émergents et en développement, respectivement en 2013 et 2014. En outre, la Commission prévoit que la croissance s'établirait à 1,9% aux Etats-Unis et à -0,4% dans la zone euro en 2013, avant de progresser dans l'ordre à 2,6% et 1,2% en 2014 (voir tableau 3.2)

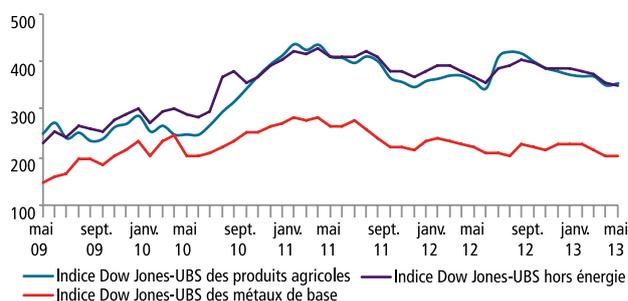
S'agissant des perspectives de l'OCDE de mai 2013, elles font ressortir également des révisions à la baisse de la croissance pour la plupart des pays avancés en 2013. Elle prévoit une croissance du PIB mondial de 3,1% en 2013 avant d'augmenter à 4% en 2014. Aux Etats-Unis la hausse du PIB devrait atteindre 1,9% en 2013, contre une baisse de 0,6% dans la zone euro. Au niveau des pays partenaires, il est prévu une progression du PIB de 0,4% en Allemagne et

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

	T2:13	T3:13	T4:13	T1:14	2013	2014	2015
Pétrole	103,59	103,15	102,16	101,20	105,29	99,78	96,07

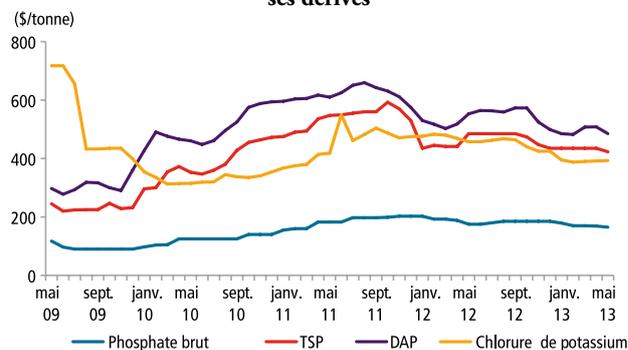
Source : Bloomberg.

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.

des contractions de 0,3% en France, de 1,7% en Italie et de 1,8% en Espagne en 2013.

### 3.1.3 Marché de l'emploi

Le marché de l'emploi demeure caractérisé par la persistance des taux de chômage à des niveaux élevés dans la majorité des pays avancés, selon les données arrêtées à fin avril 2013. Aux Etats-Unis, les données pour le mois de mai font ressortir une légère hausse du taux de chômage à 7,6% après un taux de 7,5% atteint le mois précédent. Cette hausse s'explique toutefois par une augmentation du taux d'activité qui est passé de 63,3% à 63,4%, parallèlement à une importante création d'emplois de 175.000.

Dans la zone euro, le taux de chômage, en hausse depuis début 2008, s'est établi en avril à 12,2% contre 12,1% un mois auparavant. Concernant les pays partenaires, ce taux est demeuré inchangé en France et en Allemagne à 11% et 5,4% respectivement, alors qu'en Italie et en Espagne, il a connu une légère hausse à 12% et 26,8% contre 11,9% et 26,7% le mois précédent. Au Royaume-Uni, les données du chômage restent celles du mois de février, et indiquent une légère baisse à 7,7% au lieu de 7,8% le mois précédent.

En ce qui concerne les prévisions à court terme du marché de l'emploi, notamment celles de l'OCDE datant de fin mai, elles ressortent globalement en hausse en 2013 pour la majorité des pays avancés. Ainsi, l'OCDE table pour les Etats-Unis sur un taux de chômage de 7,5% en 2013, qui ralentirait à 7% en 2014, alors que dans la zone euro, il s'établirait à 12,1% en 2013, avant d'augmenter à 12,3% en 2014.

Pour les Etats-Unis, la Commission Européenne table sur un taux de chômage de 7,7% en 2013 et de 7,2% en 2014. Pour la zone euro, elle prévoit un taux de chômage de 12,2% et 12,1% respectivement en 2013 et 2014.

Sur la base des prévisions du FMI, le taux de chômage aux Etats-Unis s'établirait à 7,7% en 2013 et ralentirait à 7,5% en 2014. En revanche, il demeurerait stable dans la zone euro à 12,3% respectivement en 2013 et 2014. Dans les pays partenaires, le taux de chômage en Allemagne augmenterait à 5,7% en 2013 avant de connaître une légère baisse à 5,6% en 2014. En Espagne, il est revu à la hausse à 27% en 2013 et ralentirait à 26,5% en 2014. En France, il augmenterait respectivement à 11,2% et 11,6% en 2013 et 2014.

## 3.2 Prix des matières premières et inflation

Durant les trois derniers mois, les cours des matières premières se sont globalement inscrits en baisse en glissement annuel, à l'exception des prix des produits énergétiques qui demeurent à des niveaux élevés comparativement à la même période de l'année précédente. Pour sa part, l'inflation a repris sa hausse en mai, particulièrement dans la zone euro et ce, après 5 mois consécutifs de baisse.

### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

Après avoir connu des baisses marquées durant les deux derniers mois, le prix du Brent s'est quasiment stabilisé passant de 102,96 dollars le baril à 102,98. Une évolution attribuable notamment à l'affaiblissement du dollar, freinée néanmoins par l'abondance de l'offre de pétrole.

Pour ce qui est des perspectives d'évolution<sup>1</sup>, la Banque Mondiale a revu en mai ses estimations légèrement à la hausse, tablant désormais sur un prix de 102,4 dollars le baril en 2013 au lieu de 102 dollars précédemment. De même, la prévision du FMI est passée de 99,71 dollars dans la mise à jour du WEO de janvier 2013 à 102,6 dollars le baril dans le WEO d'avril 2013. En revanche, la Commission Européenne a revu à la baisse ses prévisions du prix du Brent, qui devrait s'établir à

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

104,9 dollars le baril en 2013, soit une révision de l'ordre de -7,7%.

### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

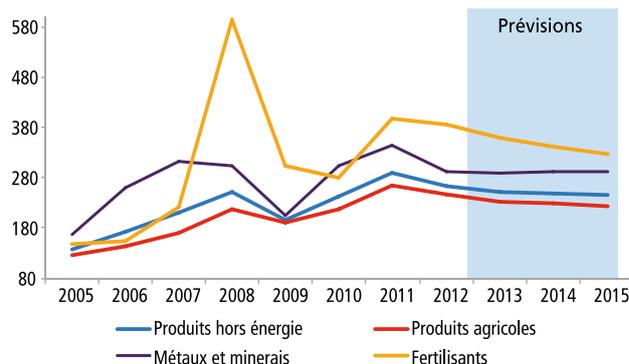
En mai 2013, les prix des produits hors énergie ont accusé un recul en glissement annuel, comme en témoigne la baisse de 5,4% de l'indice Dow Jones y afférent. Cette évolution recouvre le repli marqué de 9,1% de l'indice des prix des métaux de base mais également la légère diminution de 0,9% de l'indice des prix des produits agricoles.

Sur le marché mondial du phosphate, le prix du brut s'est replié de 2,2% d'un mois à l'autre, pour s'établir à 165 dollars la tonne en mai. De même, les cours de l'Urée et du DAP ont accusé des baisses respectives de l'ordre de 4,7% et 4,6%, en glissement mensuel. Après une stagnation à 435 dollars la tonne durant les cinq derniers mois, le prix du TSP a reculé de 2,8% en mai. A l'inverse, le cours du Chlorure de Potassium a connu une légère hausse de 0,4% d'un mois à l'autre. En glissement annuel, ces produits ont accusé des baisses de 26,7% pour l'Urée, de 16,5% pour le Chlorure de potassium, de 11% pour le phosphate brut, de 1,9% pour le DAP et de 1,4% pour le TSP.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

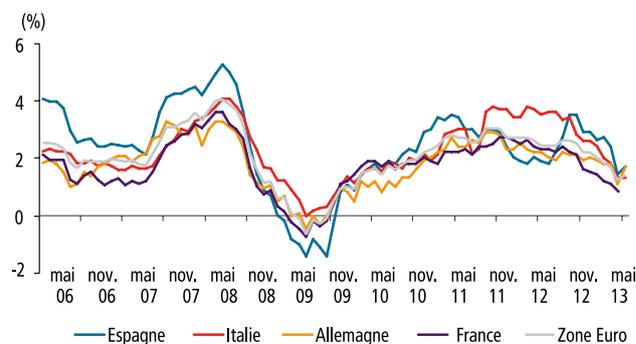
Dans la zone euro, l'inflation a enregistré, selon une première estimation d'Eurostat, une hausse à 1,4% en mai après s'être établie à 1,2% en avril. Ainsi, elle a atteint 1,7% en Allemagne et en Espagne, contre respectivement 1,1% et 1,4% le mois précédent, alors qu'en Italie, elle a marqué une stagnation à 1,3%. Pour ce qui est des autres pays partenaires, les données restent celles d'avril et font ressortir une baisse de 2,8% à 2,4% au Royaume-Uni et de 1,1% à 0,8% en France. Aux Etats-Unis, l'inflation a connu un repli en avril, revenant de 1,5% à 1,1%, niveau atteint pour la dernière fois en novembre 2010. En ce qui concerne les pays émergents, l'inflation a augmenté en Chine de 2,1% à 2,4% en avril, tandis qu'elle a diminué de 6,6% à 6,5% au Brésil.

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

	mars	avril	mai	Prévisions	
	2013	2013	2013	2013	2014
Etats-Unis	1,5	1,1	n.a	1,8	2,1
Zone euro	1,7	1,2	1,4	1,6	1,5
Allemagne	1,8	1,1	1,7	1,8	1,6
France	1,1	0,8	n.a	1,2	1,7
Espagne	2,4	1,4	1,7	1,5	0,8
Italie	1,8	1,3	1,3	1,6	1,5
Japon	-0,9	-0,7	n.a	0,2	1,8

Sources : Commission Européenne et Datstream.

Pour ce qui est des perspectives, selon les prévisions du WEO d'avril 2013 du FMI, l'inflation atteindrait 5,9% en 2013 et 5,6% en 2014 dans les pays émergents et en développement. Au niveau des pays avancés, elle devrait se limiter à 1,7% en 2013 pour ensuite augmenter à 2% en 2014. Par ailleurs, selon les dernières prévisions de la Commission Européenne, l'inflation devrait s'établir dans la zone euro à 1,6% en 2013 avant d'accuser un léger recul à 1,5% en 2014.

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

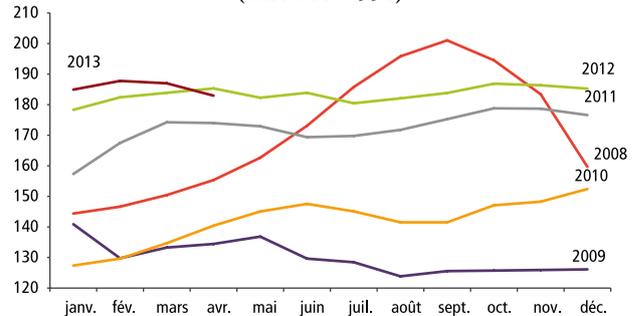
Selon les données disponibles à fin avril 2013, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré une baisse mensuelle de 2,2%, après celle de 0,4% un mois auparavant. Ainsi, l'IPM des produits alimentaires a reculé de 2% après 1,9% en mars, sous l'effet notamment du repli de 5,8% du prix unitaire moyen à l'importation du maïs, atténué par l'augmentation de 1,9% de celui du sucre.

Parallèlement, l'IPM des demi-produits a accusé une baisse de 0,6%, après celle de 1% le mois précédent, en relation avec le repli de 3,3% du prix unitaire moyen à l'import des fils et barres, celui des papiers et cartons s'étant accru de 0,9%.

De même, l'IPM des produits miniers a marqué une régression de 3,2%, après celle de 1,3% en mars. Cette évolution s'explique essentiellement par la diminution de 2,5% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut et de 4,7% de celui du fer et acier.

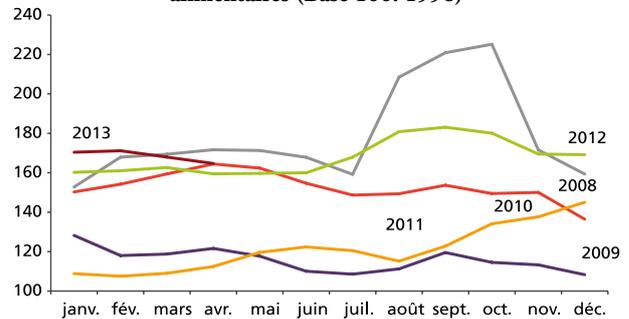
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré une baisse de 1,3%, contre une hausse de 6,5% une année auparavant. L'IPM des produits miniers a diminué de 7,8% en avril 2013, suite à la régression de 13,9% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut, alors que l'indice des produits alimentaires a crû de 3,3%, consécutivement à la progression de 9,6% du prix unitaire moyen à l'importation du blé, atténuée par le recul de 16,4% de celui du sucre. Pour sa

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



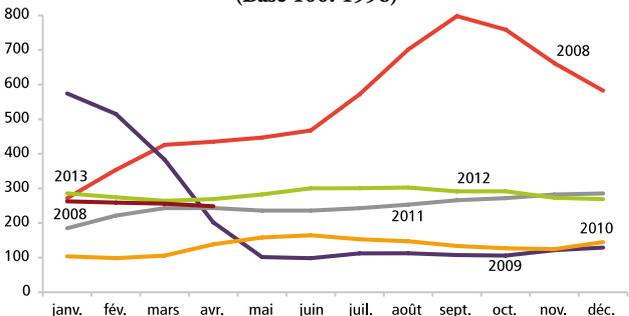
Sources : OC et calculs BAM.

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



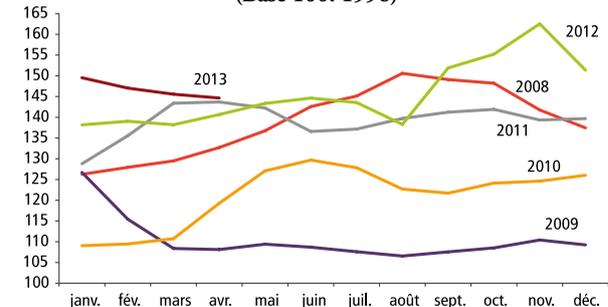
Sources : OC et calculs BAM.

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



Sources : OC et calculs BAM.

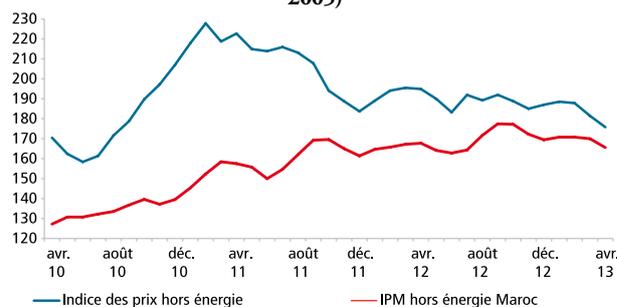
**Graphique 3.18 : Indice des prix à l'import des demi-produits (Base 100: 1996)**



Sources : OC et calculs BAM.

part, l'IPM des demi-produits a augmenté de 2,8%, suite notamment à l'accroissement de 4,7% du prix unitaire moyen à l'importation des papiers et cartons.

**Graphique 3.19 : Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national (Base 100: 2005)**



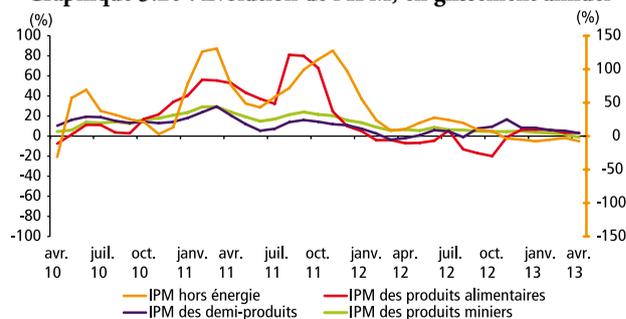
Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM.

**Tableau 3.7 : Evolution de l'IPM**

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	fév. 2013	mars 2013	avr. 2013	fév. 2013	mars 2013	avr. 2013
IPM hors énergie	1,6	-0,4	-2,2	3,0	1,7	-1,3
IPM alimentaires	0,4	-1,9	-2,0	6,3	3,26	3,30
IPM demi-produits	-1,7	-1,0	-0,6	5,8	5,3	2,8
IPM miniers	-1,5	-1,3	-3,2	-5,4	-2,9	-7,8

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

**Graphique 3.20 : Evolution de l'IPM, en glissement annuel**



Sources : OC et calculs BAM.

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données arrêtées à fin avril 2013 font ressortir une légère hausse des rythmes de croissance de la masse monétaire et du crédit bancaire, avec toutefois un maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. Le taux de progression de l'agrégat M3 s'est, en effet, élevé à 4% au lieu de 2,9% au premier trimestre. Pour sa part, le crédit bancaire s'est accru de 3,9% après 3,1% au trimestre précédent, traduisant notamment une accélération des rythmes de progression des facilités de trésorerie et des crédits immobiliers, alors que les prêts à l'équipement ont continué leur contraction entamée en juillet 2012. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib pour le premier trimestre 2013 indiquent une diminution de 21 points de base du taux moyen pondéré du crédit, revenant à 5,99%. Cette baisse n'a toutefois concerné que les taux assortissant les facilités de trésorerie.

Quant au taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,5% au premier trimestre, en termes nominaux par rapport au trimestre précédent et de 0,66% en termes réels, en raison d'un taux d'inflation national globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Pour ce qui est de l'indice des prix des actifs immobiliers, il a connu une quasi-stagnation en glissement annuel, recouvrant une hausse de 0,5% pour les biens résidentiels, une diminution de 2,9% pour les actifs commerciaux, et une quasi-stabilité pour le foncier. Au total, l'analyse des évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs laissent ainsi indiquer l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

### 4.1 Conditions monétaires

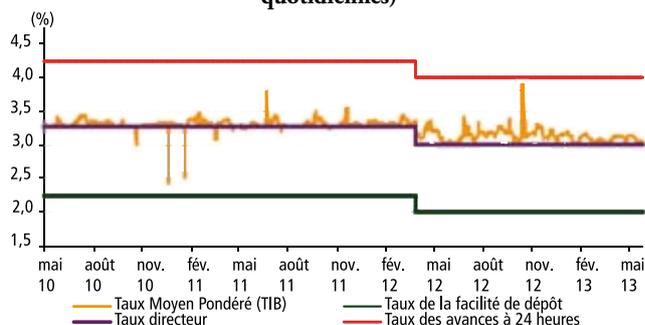
#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Tenant compte d'une balance des risques équilibrée, sous l'hypothèse du maintien du dispositif actuel de compensation et une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé, lors de sa dernière réunion du 26 mars 2013, de maintenir inchangé le taux directeur à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,08% en moyenne entre avril et mai 2013, demeurant quasi-stable par rapport au 1er trimestre.

Les taux des bons du Trésor à court et à moyen termes émis sur le marché primaire ont continué leur tendance haussière entamée au troisième trimestre 2012, avec des augmentations en avril allant jusqu'à 8 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 taux assortissant les bons à 15 ans qui ont accusé une légère baisse et ceux des bons à 20 ans qui sont restés stables.

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

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



\* Données arrêtées au 29 mai 2013

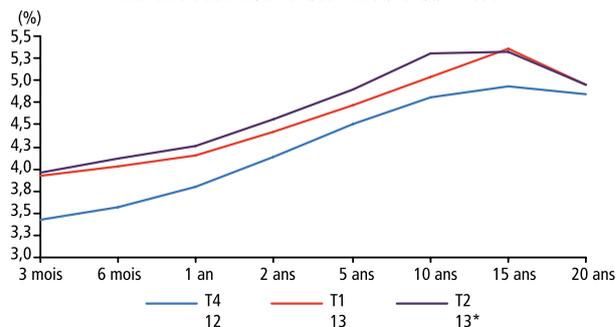
Tableau 4.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2011		2012			2013		avr. 13
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
21 jours	3,28	-	-	-	-	-	-	-
24 jours	-	-	-	-	-	3,71	-	-
35 jours	-	-	-	-	-	3,78	4,12	-
43	-	-	-	-	3,48	-	-	-
44 jours	-	-	-	-	3,59	-	-	-
45 jours	-	-	-	-	-	3,97	-	-
13 semaines	3,30	3,34	3,42	3,21	3,31	3,40	3,93	3,96
26 semaines	3,33	3,33	3,55	3,39	3,42	3,57	4,07	4,10
52 semaines	3,46	3,49	3,65	3,53	3,74	3,84	4,20	4,23
2 ans	3,61	3,71	3,88	3,71	3,93	4,24	4,57	4,65
5 ans	3,85	3,91	4,05	4,00	4,32	4,52	4,75	-
10 ans	4,13	4,20	4,32	4,29	4,51	4,84	-	-
15 ans	4,34	4,45	4,46	4,52	4,74	5,08	5,52	-
20 ans	-	-	-	-	5,01	-	-	-

18 points de base entre le 1er trimestre et avril 2013, s'établissant à 3,67%. Cette évolution reflète un repli de 22 points de base du taux assortissant les dépôts à un an et une quasi-stagnation de celui des dépôts à 6 mois.

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le premier trimestre 2013, indiquent une réduction de 21 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, revenant à 5,99%. Cette contraction n'a toutefois concerné que les taux assortissant les facilités de trésorerie, ceux appliqués aux autres catégories de crédit ayant enregistré des hausses allant de 4 à 15 points de base.

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



\* L'observation du deuxième trimestre 2013 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er avril au 27 mai 2013.  
Source : BAM.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2011		2012		2013		avr. 13
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
6 mois	3,33	3,35	3,49	3,43	3,49	3,55	3,52
12 mois	3,78	3,74	3,84	3,83	3,83	3,84	4,02
Moyenne pondérée	3,63	3,59	3,68	3,69	3,71	3,73	3,85

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

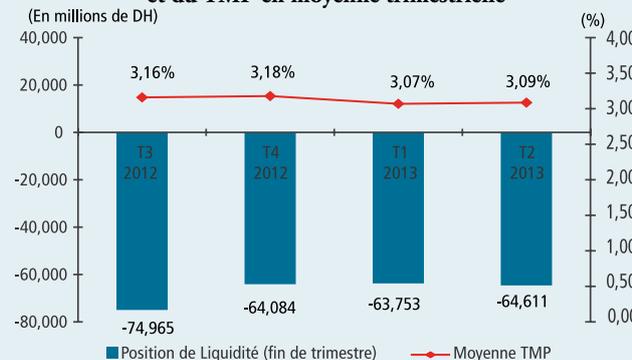
Au cours du premier trimestre de l'année 2013, l'insuffisance de liquidité bancaire s'est légèrement résorbée par rapport à la fin du trimestre précédent, passant de 64,1 milliards à 63,7 milliards de dirhams, en raison des opérations sur avoirs extérieurs. En effet, les opérations en devises ont induit 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 5 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales auprès de Bank Al-Maghrib qui se sont limités à 2,4 milliards de dirhams.

En revanche, les retraits nets de la monnaie fiduciaire ont atteint 1,3 milliard de dirhams à l'occasion des vacances scolaires.

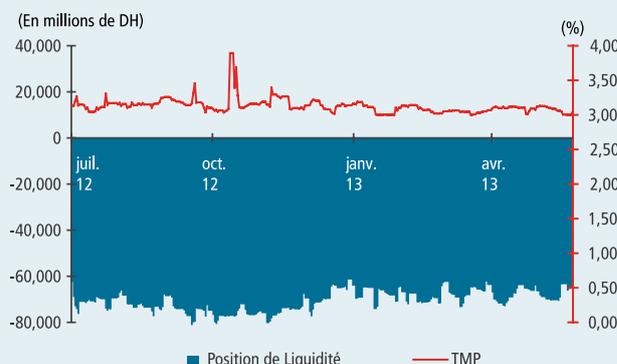
De même, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont contribué au resserrement des conditions de liquidité de 634 millions de dirhams du fait de la différence entre :

- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (44,6 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales dont le reliquat du 4ème acompte de l'IS au titre de l'année 2012
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (30,7 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16,2 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (15,5 milliards de dirhams).

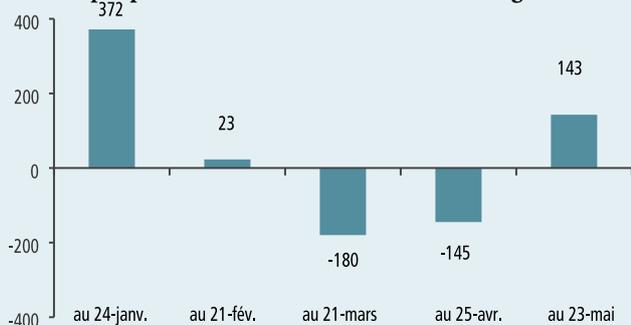
Graphique E 4.1.1 : Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle



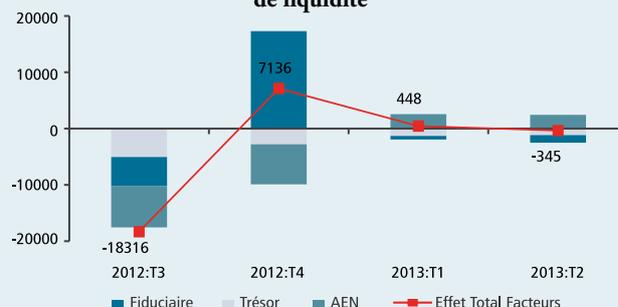
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité<sup>1</sup> et TMP du marché monétaire interbancaire



**Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires**



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



Durant le deuxième trimestre de l'année 2013<sup>(2)</sup>, le déficit de liquidité bancaire a enregistré un léger creusement de 900 millions de dirhams par rapport au trimestre précédent pour atteindre 64,6 milliards de dirhams en raison de l'incidence restrictive des opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) conjuguée à l'augmentation de la circulation fiduciaire.

En effet, les opérations du Trésor ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 1,4 milliard de dirhams: Les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (27,4 milliards de dirhams) et l'encaissement du 1er acompte de l'IS au titre de l'année 2013, n'ont été compensées que partiellement par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (24,6 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (5,2 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (3,5 milliards de dirhams).

De même, les sorties nettes de la monnaie fiduciaire, ont atteint 1,2 milliard de dirhams.

En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 2,4 milliards de dirhams résultant de la différence entre les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 3 milliards de dirhams et les achats de devises par les banques commerciales qui se sont limités à 574 millions de dirhams.

L'encours des placements du Trésor sur le marché monétaire s'est maintenu au même niveau enregistré durant le dernier trimestre de l'année écoulée, soit à près de 900 millions de dirhams en moyenne quotidienne.

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 48,2 milliards de dirhams contre près de 50 milliards de dirhams le trimestre précédent.

Bank Al-Maghrib a également porté l'encours de ses opérations de refinancement à 3 mois à 19 Milliards de dirhams, dont 4 milliards au titre des opérations de prêts garantis par des effets privés représentatifs de crédits destinés au PME et TPE.

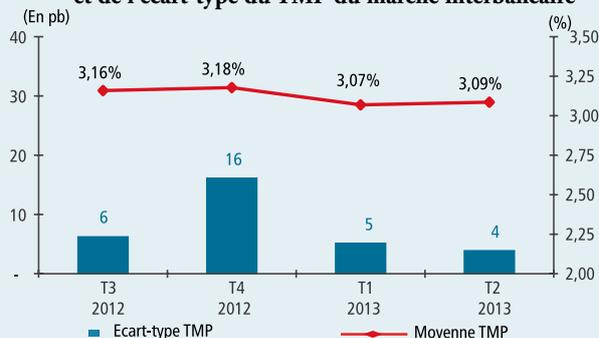
Pour sa part, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en légère hausse à 3,09% en moyenne durant le trimestre en cours contre 3,07% en T1 2013.

Toutefois sa volatilité a baissé, se limitant à 3 points de base, contre 5 points de base le trimestre précédent, et ce en raison de la stabilité du TMP à des niveaux proches du taux directeur.

**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**



<sup>2</sup> T2 2013 : le deuxième trimestre de l'année 2013 comprend uniquement la période allant du 1er avril au 23 mai 2013.

### 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

#### Evolution de M3

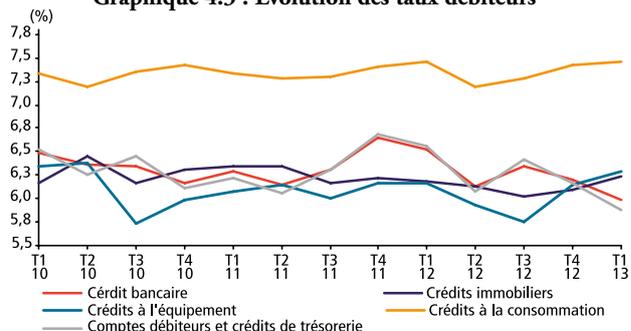
Les données du mois d'avril 2013 font ressortir une légère hausse du rythme de croissance de la masse monétaire, s'établissant à 4%, après 2,9% au premier trimestre. En dépit de cette hausse, l'écart monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, indiquant l'absence à moyen terme de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire.

L'augmentation de M3 au cours du mois d'avril traduit une légère accélération des rythmes d'accroissement du crédit bancaire et des créances nettes sur l'Administration centrale, ainsi qu'une atténuation de la baisse des avoirs extérieurs nets.

Cette accélération du rythme de progression de la masse monétaire a été quasi généralisée à l'ensemble des composantes. Ainsi, la monnaie scripturale et la monnaie fiduciaire se sont accrues de 3,7% et de 3,9%, respectivement au lieu de 2,7% et de 3,5% au premier trimestre. Dans le même temps, et après des baisses successives depuis le quatrième trimestre 2011, les dépôts à terme ont enregistré des progressions annuelles de 1,6% au premier trimestre et de 4,5% en avril. Cette tendance serait attribuable à l'effet cumulé des augmentations qu'a connues le taux créditeur moyen pondéré depuis le troisième trimestre 2012, en dépit du léger repli constaté durant le mois d'avril. Quant aux titres des OPCVM monétaires, malgré un accroissement de 7,1% d'un mois à l'autre, leur encours demeure inférieur de 6,4% à celui observé au cours de la même période de l'année 2012. Concernant les placements à vue, ils ont augmenté de 8,2% en glissement annuel, soit le même rythme que celui du trimestre précédent.

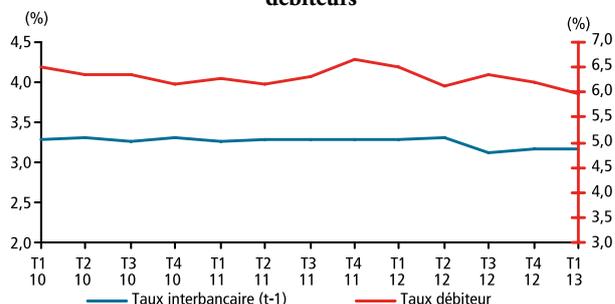
Par agent économique, l'accélération du rythme de progression des dépôts, inclus dans l'agrégat M3, reflète notamment la hausse de la contribution des entreprises non financières privées et celle des sociétés financières. En

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs\*

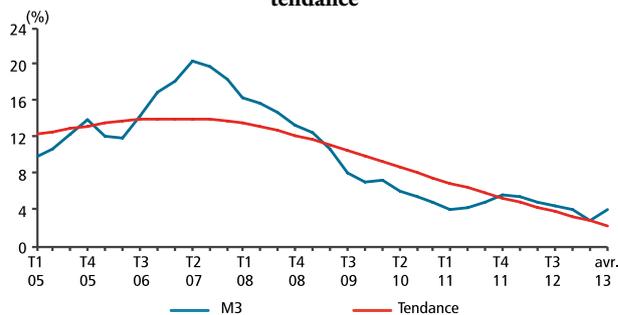


\* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL- MAGHRIB).

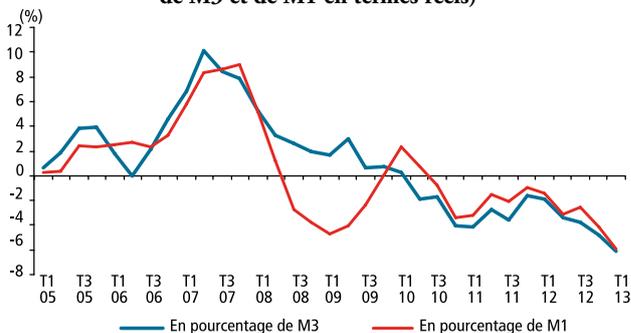
Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



Graphique 4.5 : Variation en glissement annuel de M3 et sa tendance



Graphique 4.6 : Ecart monétaire<sup>1</sup> (en % de l'encours d'équilibre de M3 et de M1 en termes réels)



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

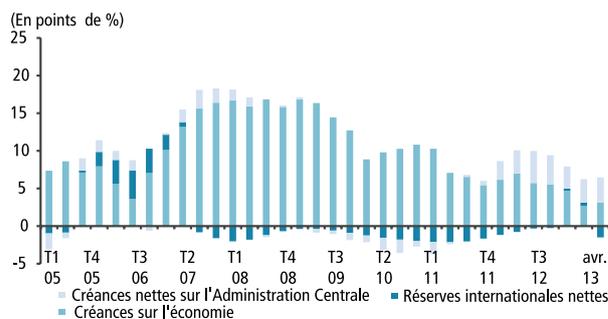
effet, les dépôts de ces dernières se sont accrus de 10,6%, contre 2,1% un trimestre auparavant, participant ainsi à hauteur de 0,6 point de pourcentage à la croissance des dépôts. Quant aux avoirs des entreprises non financières privées, après une diminution de 3,3% au premier trimestre, ils ont augmenté de 6,6%, contribuant ainsi à hauteur d'un point de pourcentage à la croissance des dépôts. En revanche, les dépôts du secteur public, en repli annuel de 9,5%, ont contribué négativement à la hausse des dépôts. Les avoirs des ménages, qui demeurent le principal contributeur à la progression des dépôts, se sont renforcés de 5%, soit un rythme identique à celui observé au trimestre précédent.

## Crédit

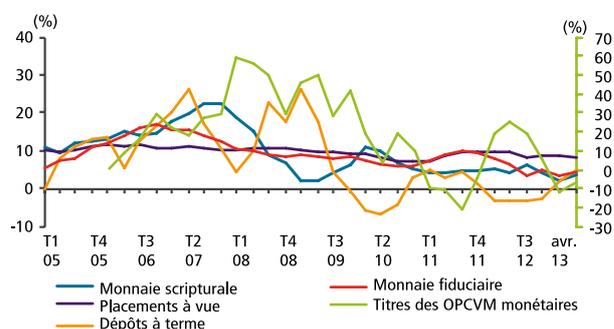
Les données disponibles à fin avril font ressortir une légère accélération du rythme de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est établi à 3,9%, après 3,1% en moyenne durant le premier trimestre 2013. Pour leur part, les résultats de l'enquête trimestrielle sur les conditions d'octroi de crédit du premier trimestre 2013 indiquent que les critères d'offre ont globalement été maintenus inchangés. En revanche, les banques sont demeurées partagées quant à l'évolution de la demande, entre diminution et stagnation.

Cette croissance du crédit reflète des évolutions différenciées selon ses principales catégories. Ainsi, les facilités de trésorerie ont enregistré une hausse de 5,4%, après 4,1% au cours des trois premiers mois de l'année. Dans le même temps, la croissance annuelle des crédits immobiliers s'est établie à 7,3%, après 6,8% un trimestre auparavant, recouvrant une amélioration du rythme de progression des prêts accordés aux promoteurs à 1,9%, après un recul de 0,5% et une légère décélération de 10,1% à 9,7% de celui des crédits à l'habitat. En revanche, les crédits à la consommation ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir à 6,7% après 7,7%. Parallèlement, et en dépit d'une hausse mensuelle de 0,8%, les crédits à l'équipement se

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



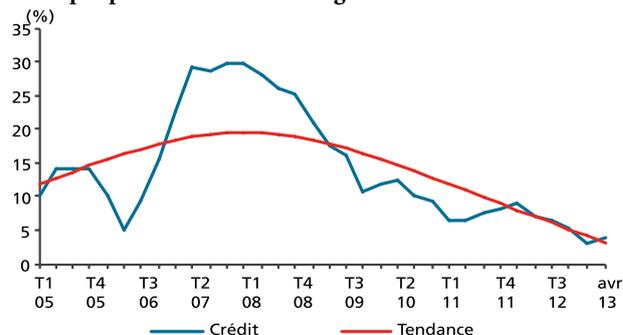
**Graphique 4.8 : Variation en glissement annuel des composantes de M3**



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



**Graphique 4.10 : Variation en glissement annuel du crédit**



sont contractés de 0,9%, après un recul de 0,8% au premier trimestre, s’inscrivant ainsi dans la tendance baissière quasi-continue depuis juillet 2012. Pour leur part, les créances diverses sur la clientèle ont connu un repli de 2,9%, tandis que les créances en souffrance, en augmentation de 1,6% d’un mois à l’autre, ont progressé de 10,4% en glissement annuel, représentant une part de 5,4% du crédit bancaire.

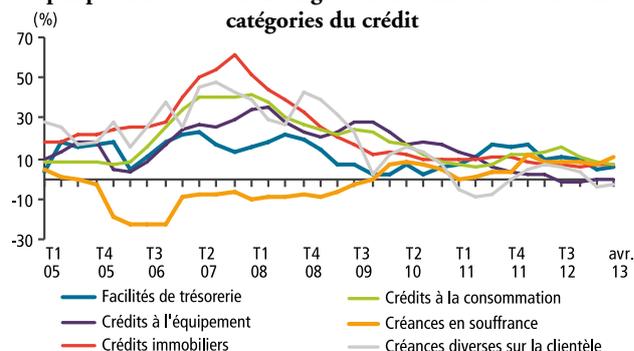
L’analyse par agent économique indique que la légère accélération du crédit bancaire en avril est attribuable à l’accroissement à la fois du taux de croissance des prêts accordés aux ménages et de celui des crédits octroyés aux autres sociétés financières. En effet, les crédits aux ménages se sont accrus de 8,2%, contre 7,6% au trimestre précédent, participant ainsi à hauteur de 2,7 points de pourcentage à la progression du crédit bancaire. En outre, les crédits accordés aux autres sociétés financières ont affiché une augmentation annuelle de 0,5%, après un recul de 9,1% en moyenne au trimestre passé. A l’inverse, les concours destinés aux sociétés non financières privées ont vu leur rythme d’évolution annuel revenir de 3% à 2,2%, soit une contribution de 1,1 point de pourcentage. De même, les concours destinés au secteur public ont ralenti de 9% à 2 % en avril en glissement annuel, limitant ainsi leur contribution à 0,1 point de pourcentage.

### Autres sources de création monétaire

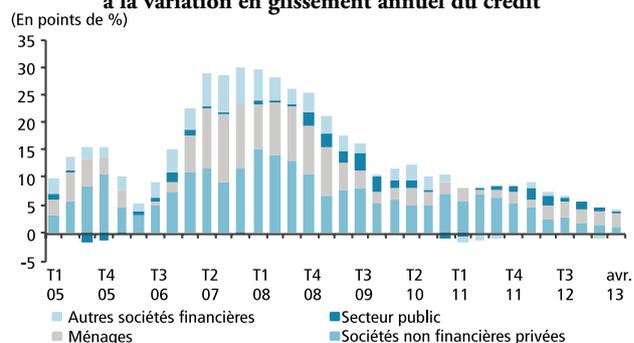
Les réserves internationales nettes (RIN), qui constituent les avoirs officiels de réserves nets des engagements à court terme de la Banque centrale envers les non résidents, ont de nouveau enregistré une atténuation de leur rythme de contraction en avril. Elles ont accusé une baisse annuelle de 10,6%, après celle de 13,2% enregistrée au premier trimestre.

S’agissant des créances nettes sur l’Administration centrale, elles se sont accrues de 28,7% en avril, au lieu de 27,3% le trimestre précédent, reflétant principalement le recours plus important du Trésor au système bancaire.

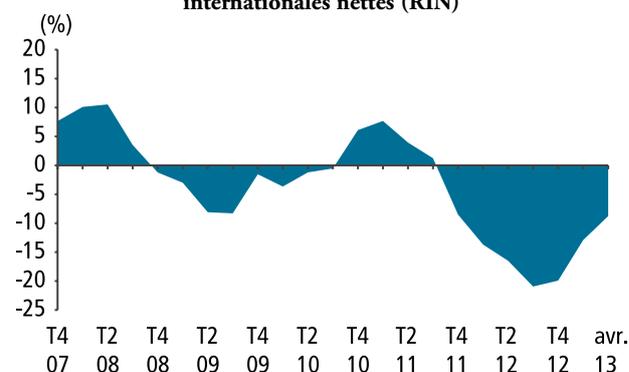
Graphique 4.11 : Variation en glissement annuel des différentes catégories du crédit



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



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



## Placements liquides

En avril 2013, les agrégats de placements liquides ont marqué une augmentation de 6,8% après 4,4% au premier trimestre, attribuable essentiellement à l'accélération du rythme de progression de l'agrégat PL1.

En effet, l'encours des titres inclus dans l'agrégat PL1 se sont renforcés de 10,6% après 7,3% au premier trimestre, en relation principalement avec la hausse des bons du Trésor négociables. Parallèlement, l'encours des titres des OPCVM obligataires recensés dans l'agrégat PL2, ont crû de 2,3%, au lieu de 4,1% en moyenne au cours des trois premiers mois de 2013, sous l'effet notamment, de la baisse de la demande sur ces actifs.

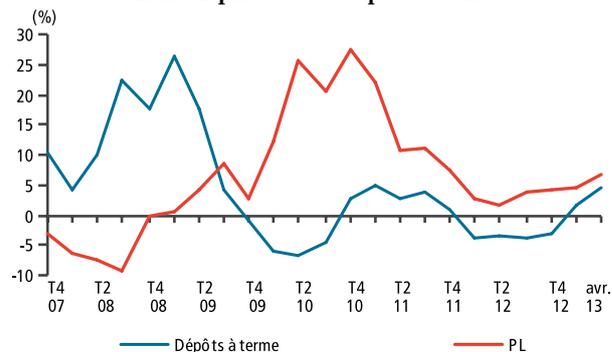
Pour ce qui est des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils se sont contractés de 5,4% en glissement annuel, après une baisse de 16,2% le trimestre écoulé, traduisant essentiellement l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

## Taux de change

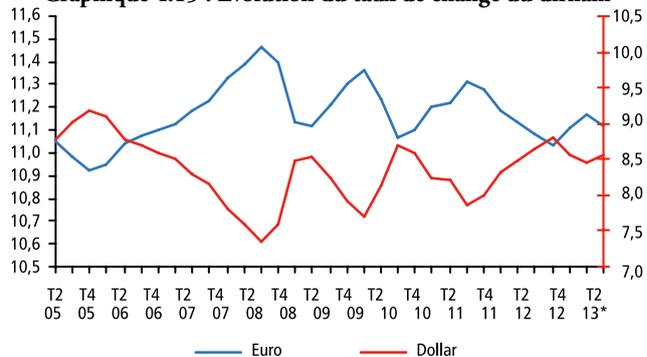
Au cours du premier trimestre de l'année 2013 et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,5% par rapport à l'euro. En revanche, elle s'est appréciée de 1,34% à l'égard du dollar américain, de 5% contre la livre sterling et de 15,1% par rapport au yen japonais. Au cours des deux mois de mars et d'avril, le dirham s'est apprécié de 0,47% contre l'euro et de 6,41% face au yen japonais, alors qu'il s'est déprécié de 1,20% vis-vis du dollar.

Pour sa part, le taux de change effectif du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est apprécié de 0,5% en termes nominaux au premier trimestre 2013. L'appréciation de 0,66% de la monnaie nationale ressort légèrement plus importante en termes réels, en raison d'un taux d'inflation national globalement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

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

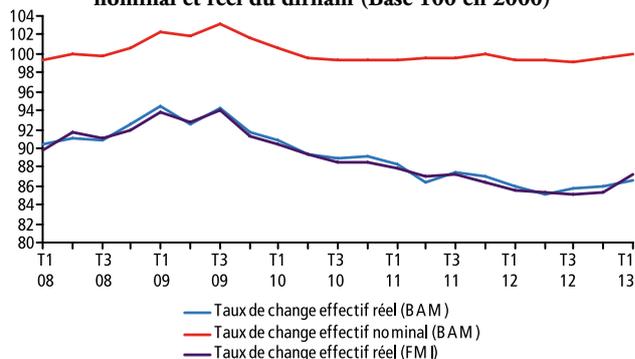


Graphique 4.15 : Evolution du taux de change du dirham



\* L'observation du deuxième trimestre 2013 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1er avril au 24 mai 2013.

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



Source : FMI et Calculs de BAM.

## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre 2013, les prix des actifs immobiliers ont quasiment stagné en glissement annuel. Cette stabilité recouvre une augmentation de 0,5% pour les biens résidentiels, une diminution de 2,9% pour les actifs commerciaux ainsi qu'une quasi-stabilité pour le foncier. D'un trimestre à l'autre, les prix ont observé une évolution similaire, avec un repli de 1,8% pour les prix des actifs fonciers, un accroissement de 0,7% pour ceux résidentiels et une hausse de 2,6% pour les biens commerciaux. Par ville, les augmentations les plus importantes ont été observées à Oujda avec 5,1% et à Tanger avec 4,4%, alors que les diminutions les plus sensibles ont été enregistrées à El Jadida avec 1,4% et à Agadir avec 1,3%.

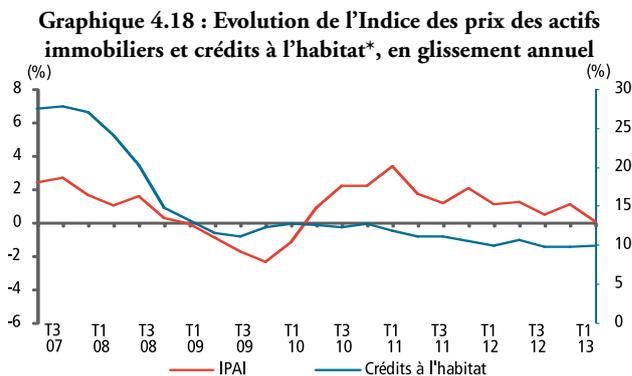
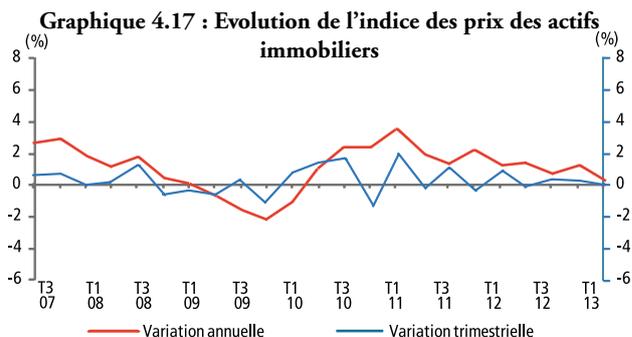
Pour leur part, les transactions<sup>1</sup>, ont baissé de 8,1% par rapport à la même période de l'année 2012.

### 4.2.2 Cours des actions

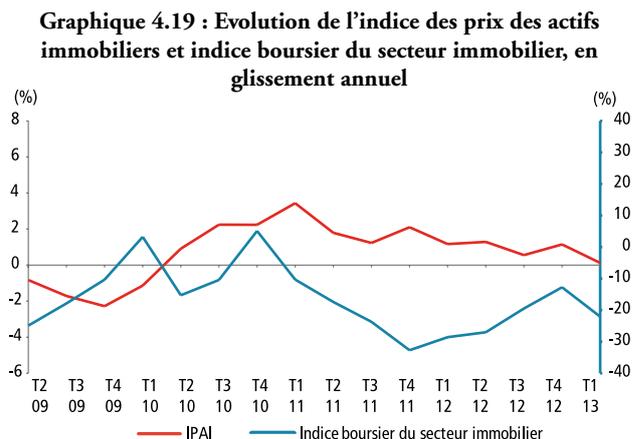
Au premier trimestre 2013, le MASI a poursuivi son orientation baissière, enregistrant une contreperformance de 17,4% en glissement annuel et de 3,4% d'un trimestre à l'autre. La diminution de cet indice depuis le début de l'année, s'est établie à 3,7% en avril et à 4,8% en mai. En particulier, les cours des actions des sociétés immobilières ont régressé de 26,7% par rapport à la même période de l'année précédente et de 19,8% depuis le début de l'année.

Par secteur, les diminutions observées varient entre 0,9% pour la chimie et 33,1% pour l'équipement électronique et électrique. En revanche, des hausses ont été enregistrées variant de 0,4% pour les mines à 44,2% pour les loisirs et hôtels.

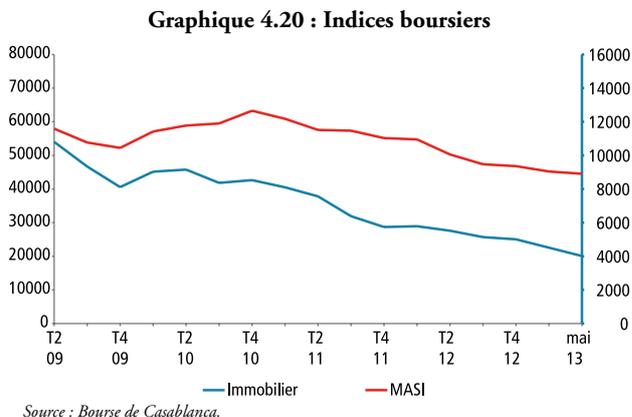
<sup>1</sup> Les transactions portent sur les biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFC, arrêtées 35 jours après la fin du premier trimestre 2013



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



Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca.



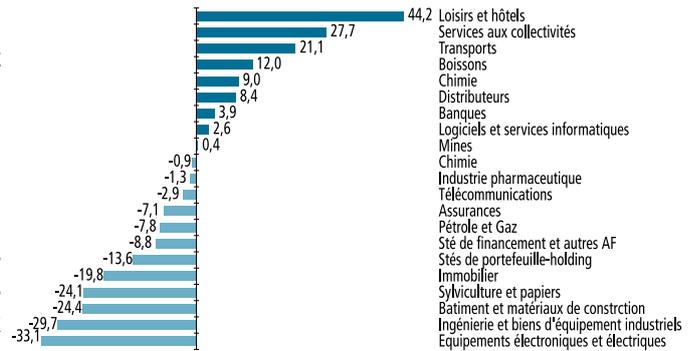
Source : Bourse de Casablanca.

En conséquence, la capitalisation boursière s’est contractée de 3,1% d’un trimestre à l’autre, s’établissant à 431,6 milliards de dirhams au premier trimestre 2013. En avril, elle a atteint 439 milliards de dirhams, alors qu’elle a diminué en mai à 429,6 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, les indicateurs de valorisation de la bourse de Casablanca notamment, le PER<sup>1</sup> et le P/B<sup>2</sup>, se sont situés respectivement à 15,6 et à 2,2 en mai après 14,9 et 2,18 au premier trimestre. Ces niveaux demeurent élevés en comparaison avec ceux de certains pays émergent comme le montrent les données du tableau 4.3.

Pour sa part, le volume des transactions réalisé au premier trimestre a atteint 14,8 milliards de dirhams après 11,7 milliards un trimestre auparavant. Ce volume s’est chiffré à 5,2 milliards en avril et à 2,9 milliards de dirhams en mai. Il s’élève ainsi à 23 milliards depuis le début de l’année contre 18,3 milliards de dirhams par rapport à la même période de l’année précédente.

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



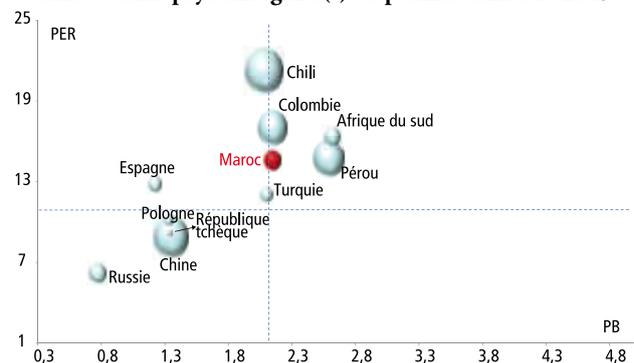
Source: Bourse de Casablanca.

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T3:11	T4:11	T1:12	T2:12	T3:12	T4:12	T1:13	mai-13
PER								
Argentine	9,9	8,8	8,1	7,4	7,1	7	9	2,6
Chine	8,7	7,4	9,2	7,3	6,8	7,7	8,4	8,1
Mexique	12,8	13,9	17,6	16,3	18,3	18,8	19,9	20,2
Turquie	10,2	10,5	10,9	9,5	11,4	11,2	12,1	12,6
<b>Maroc</b>	<b>17,4</b>	<b>16,8</b>	<b>17,9</b>	<b>15,7</b>	<b>15,6</b>	<b>15,7</b>	<b>14,9</b>	<b>15,6</b>
P/B								
Argentine	1,85	1,76	1,32	0,98	0,96	1,11	1,07	1,15
Chine	1,2	1,36	1,29	1,16	1,19	1,39	1,36	1,37
Mexique	2,36	2,6	2,82	2,78	2,91	3,16	3,22	3,15
Turquie	1,56	1,37	1,42	1,41	1,49	1,74	1,92	1,92
<b>Maroc</b>	<b>2,92</b>	<b>2,75</b>	<b>2,63</b>	<b>2,4</b>	<b>2,26</b>	<b>2,24</b>	<b>2,18</b>	<b>2,22</b>

Sources : Datastream, CFG.

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



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

Source: Datastream, CFG, et calculs BAM.

1 Le Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours en bourse d’une entreprise et son bénéfice net par action

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

## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation, mesurée par l'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC), s'est établie à 2,4% en avril, après 2,2% en mars, portant la moyenne sur les quatre premiers mois de l'année à 2,3%. Abstraction faite des produits alimentaires volatils et des produits à prix réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX), après s'être limitée à 0,9% en janvier et février, a augmenté à 1,5% en mars et à 1,6% en avril. Cette évolution reflète une progression de 0,6% en février, de 1,8% en mars et de 2,1% en avril des prix des biens non échangeables, notamment au niveau des rubriques « transport », « enseignement » et « restaurants et hôtels ». Pour sa part, l'inflation des biens échangeables est demeurée quasi inchangée à 1,2% depuis le début de l'année, traduisant la poursuite du reflux de tensions inflationnistes au niveau international, particulièrement dans les pays partenaires. Par ailleurs, l'évolution récente des cours mondiaux des matières premières, marquée par le ralentissement des prix des produits énergétiques et de ceux alimentaires, continue de se diffuser aux prix à la production industrielle, dont la variation, en glissement annuel, est passée de -1% en mars à -4,0% en avril.

### 5.1 Evolution de l'inflation

Au cours des quatre premiers mois de 2013, l'évolution de l'inflation est restée en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, dans un contexte général caractérisé par l'absence de pressions de la demande aussi bien intérieure qu'extérieure. Ainsi, la hausse, en glissement annuel, des prix à la consommation s'est établie à 2,4% en avril après 2,2% en février et mars. En moyenne, l'inflation s'est établie à 2,4% au premier trimestre et à 2,3% sur les quatre premiers mois de l'année.

L'évolution récente de l'inflation s'explique essentiellement par l'augmentation de 5% en avril, après 3,6% en mars des prix de la composante « Produits alimentaires volatils », en particulier les légumes, les fruits et les agrumes. La contribution des prix de ces trois rubriques à l'inflation s'est élevée à 0,5 point de pourcentage, alors qu'elle était nulle un mois auparavant. S'agissant des produits réglementés, les tarifs hors carburants et lubrifiants ont connu une progression de 1,9% en moyenne en mars et avril, au lieu de 1% en février, en liaison essentiellement avec la hausse du prix du tabac. En revanche, les tarifs des carburants et lubrifiants n'ont pas subi de variation (Tableau 5.1). L'inflation sous-jacente (IPCX), qui exclut les produits alimentaires volatils et les produits réglementés, ressort

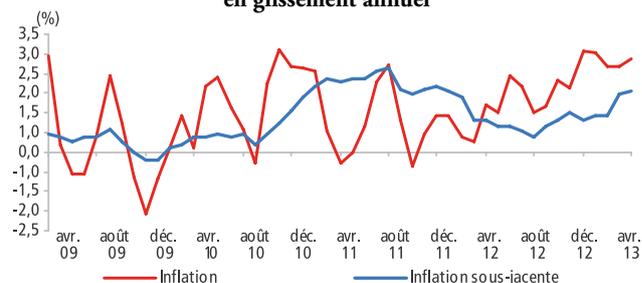
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	fév. 13	mars. 13	avr. 13	fév. 13	mars. 13	avr. 13
<b>Inflation globale</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
dont :						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	-0,6	-3,2	-0,2	7,6	3,6	5,0
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	17,2	17,1	17,1
-Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,0	0,8	0,0	1,0	1,9	1,8
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>
dont :						
- Produits alimentaires	0,0	0,0	0,0	1,5	1,8	1,9
- Articles d'habillement et chaussures	-0,3	0,1	-0,2	1,0	1,2	1,0
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,0	0,4	0,6	1,3	1,7	2,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
- Santé*	0,0	0,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,1
- Transport*	0,1	0,3	-0,1	1,0	1,4	1,3
- Communication	-0,2	0,0	0,0	-16,2	-8,7	-8,8
- Loisirs et cultures	0,1	0,0	0,0	1,1	1,0	1,1
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	6,1	6,1	6,1
- Restaurants et hôtels	0,0	-0,1	1,1	2,3	2,2	3,0
- Biens et services divers	0,1	0,5	0,1	0,9	1,4	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.

à 1,6% en avril après 1,5% en mars et 0,9% en février. L'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente s'est atténué, revenant à 0,8 point de pourcentage en mars et avril, alors qu'il était de 1,3 en février.

L'analyse par grandes composantes montre que l'évolution de l'inflation sous-jacente a été influencée par les tarifs de communication, en particulier ceux de la rubrique « service de téléphonie et de télécopie ». En effet, la dissipation partielle de l'effet de base lié à la baisse de ces tarifs en 2012 a significativement contribué à la hausse de l'IPCX à partir de mars. Outre cet effet mécanique, la dynamique de l'inflation sous-jacente a été également affectée par l'accélération du rythme de progression des prix des produits alimentaires qui y sont inclus, du loyer, des « Restaurants, cafés et établissements similaires » et des « Biens et services divers ».

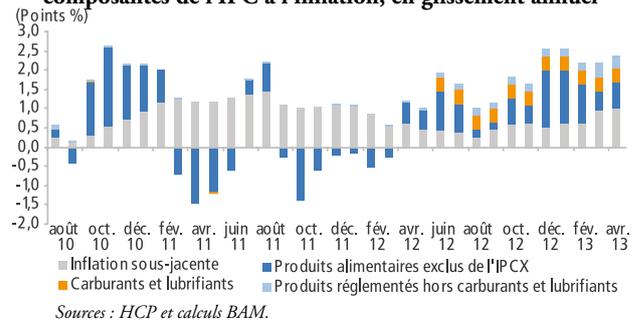
## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'évolution de l'inflation sous-jacente s'explique par une quasi-stagnation de l'inflation des biens échangeables (IPCXE) et une progression relativement importante de l'inflation des produits non échangeables (IPCXNE) (Graphiques 5.3 à 5.6).

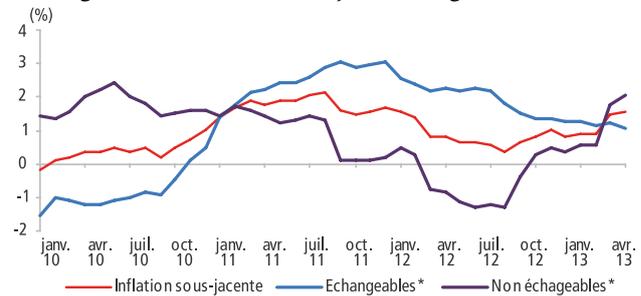
En effet, l'inflation des biens échangeables s'est établie à 1,1%, après 1,2% en mars et février, recouvrant un net ralentissement des prix de certains produits alimentaires de base et une accentuation de la hausse des prix des fruits secs et de ceux des « Autres appareils, articles et produits pour soins corporels ».

Pour sa part, l'inflation des biens non échangeables a atteint 1,8% en mars et 2,1% en avril, contre 0,6% en février. Cette augmentation, la plus rapide depuis juin 2010, est imputable à l'atténuation de l'effet

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



**Graphique 5.3 : 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.

**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 (%)		
	fév. 13	mars 13	avr. 13	fév. 13	mars 13	avr. 13
Biens échangeables*	0,0	0,1	-0,1	1,2	1,2	1,1
Biens non échangeables*	0,0	0,3	0,2	0,6	1,8	2,1

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

**Graphique 5.4 : 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.

de base occasionné par la forte baisse, en 2012, des prix des services de communication. Elle tient également à la hausse des prix des viandes, du loyer et des rubriques « transport », « enseignement » et « restaurants et hôtels ».

### 5.3 Biens et services

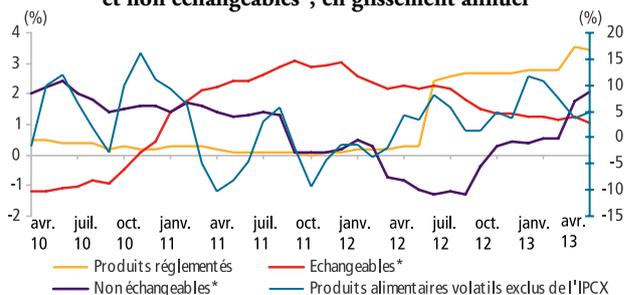
L'analyse de la ventilation des produits contenus dans le panier de l'IPC en biens et services laisse indiquer qu'au cours des quatre premiers mois de 2013, l'évolution de l'inflation a été principalement tirée par la dynamique des prix des produits non transformés. Ainsi, en moyenne des quatre premiers mois, le rythme de progression des prix de cette catégorie s'est établie à 4,9%, contre 2,1% sur l'ensemble de l'année 2012. Quant à l'inflation des services, quasi stable aux alentours de 0,8% depuis octobre 2012, elle a connu une hausse à 1,6% en mars et 1,7% en avril. Sa contribution à la variation annuelle de l'IPC est passée de 0,2 point de pourcentage en janvier et février, à 0,6 point de pourcentage à partir de mars 2013.

Pour leur part, les prix des produits transformés hors carburants et lubrifiants continuent d'évoluer, depuis novembre dernier, à un rythme quasi stable de l'ordre de 1%. De même, les prix des carburants et lubrifiants ont progressé de 17,1%, soit le même taux enregistré depuis le début de l'année.

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

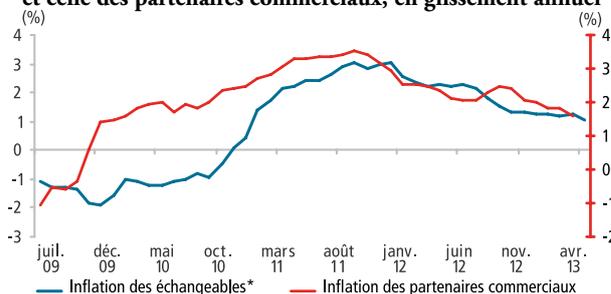
Les prix à la production industrielle ont accusé un repli mensuel de 2,5% en avril 2013, après une hausse de 0,7% en mars. Ce recul est le résultat du mouvement conjugué de la baisse des prix des branches « Raffinage de

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



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

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



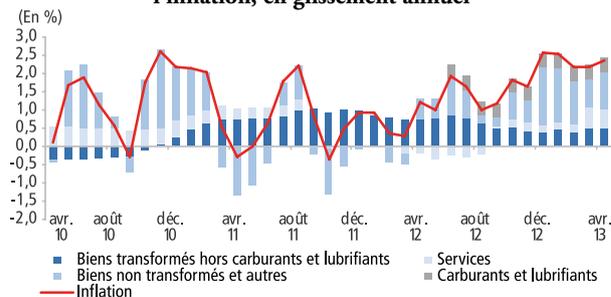
\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP, IFS et calculs BAM.

Tableau 5.3 : 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	
	mars 13	avril 13	mars 13	avril 13
Produits exclus de l'IPCX	-0,3	-0,1	1,2	1,3
Dont :				
Produits réglementés	0,2	0,0	0,7	0,7
Produits alimentaires volatils	-0,4	0,0	0,5	0,7
Biens échangeables*	0,0	0,0	0,5	0,4
Biens non échangeables*	0,1	0,0	0,6	0,7

\* 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.

pétrole» de 3,8% et «Industrie chimique » de 8,9%. Hormis ces deux branches, les prix à la production ont progressé de 0,1% en avril, sous l'effet de la hausse de 0,3% des prix des «Industries alimentaires».

En glissement annuel, les prix à la production ont accusé leur troisième repli avec -0,2% en février, -1% en mars et -4% en avril. Les prix de la branche «Raffinage de pétrole» ont connu une baisse de 11,7% en avril après celle de 7,1% en mars. De même ceux de la branche «Industrie chimique » ont reculé de 8,7% en avril, après avoir progressé de 0,1% en mars. Parallèlement, les prix à la production hors «Raffinage de pétrole» et «Industrie chimique », ont enregistré une légère décélération de leur rythme de progression, passant de 3% en mars à 2,8% en avril.

### 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'avril 2013, les prix des produits industriels ne devraient pas connaître de variations significatives au cours des trois prochains mois . Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation des prix est resté à 87%, soit le même niveau observé depuis le début de l'année, tandis que 7% des industriels entrevoient une hausse des prix et 6% une baisse, ce qui correspond à un solde d'opinion positif d'un point de pourcentage (Graphique 5.11).

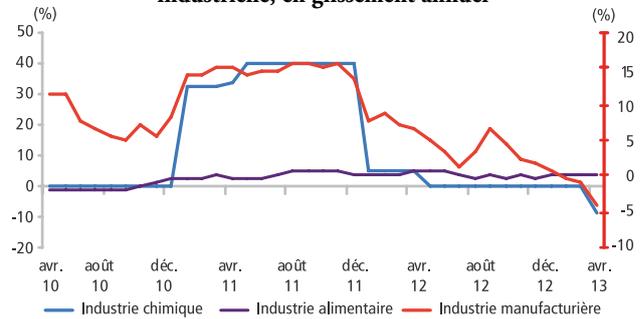
Parallèlement, les résultats de l'enquête laissent indiquer la poursuite de la modération de l'inflation aux cours des trois prochains mois. Le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation s'est établi à 73% en avril 2013, contre une moyenne de 71% durant le premier trimestre. Quant au pourcentage des industriels anticipant une hausse, il a marqué un léger repli de 23% à 21% sur la même période (Graphique 5.12).

Tableau 5.4 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	fév. 13	mars 13	avr. 13	fév. 13	mars 13	avr. 13
Biens transformés*	-0,1	0,3	0,0	0,9	1,1	1,1
Biens non transformés et autres	-0,2	-1,8	-0,1	5,3	3,4	4,4
Services	0,0	0,3	0,2	0,8	1,6	1,7
Carburants et lubrifiants	0,0	0,0	0,0	17,2	17,1	17,1

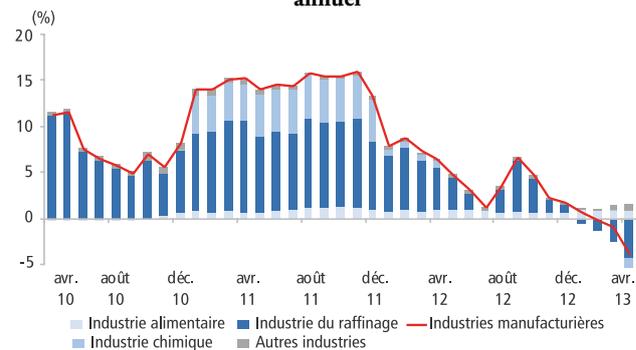
\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés  
Sources : HCP et calculs de BAM.

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



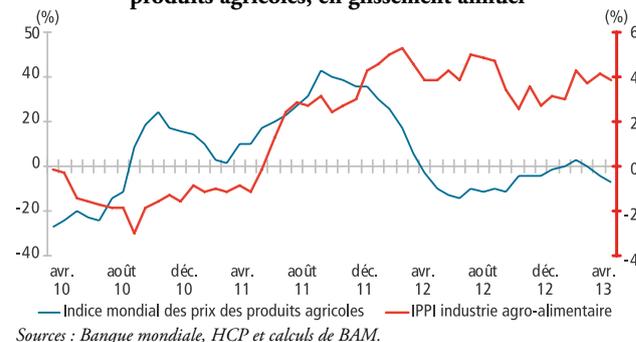
Sources : HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

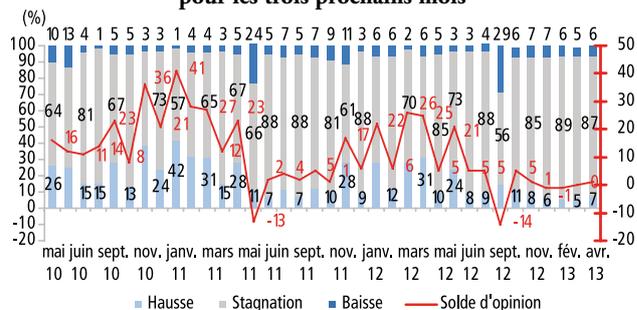
Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles, en glissement annuel



Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM.

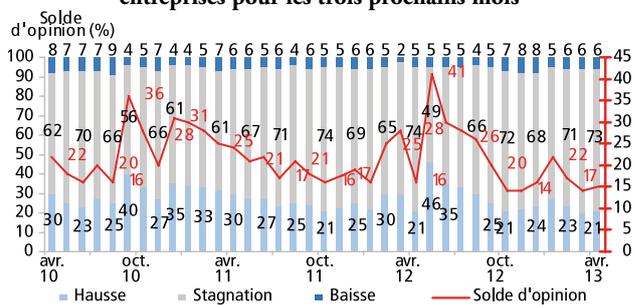
Par ailleurs, selon les données de l'enquête trimestrielle de BAM, les anticipations d'inflation des experts du secteur financier se situent à 2,5% en moyenne à l'horizon de 6 trimestres tandis que les professeurs et chercheurs universitaires s'attendent à un niveau d'inflation autour de 2,8% sur le même horizon.

**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. 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 légèrement inférieur au taux moyen de 2% prévu dans le cadre du dernier RPM. Au cours de l'année 2013, l'inflation devrait se situer autour de 2,1%. Sous l'hypothèse du maintien du prix du gasoil à la pompe à son niveau actuel, établi à 8,15DH le litre, la balance des risques pour le présent exercice de prévision est globalement équilibrée en raison des incertitudes entourant l'évolution des cours des matières premières hors énergie et la croissance économique chez les principaux pays partenaires.*

---

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

Après une dynamique de production à deux vitesses, vigoureuse chez les pays émergents et morose chez les économies avancées, les évolutions récentes pointent vers le creusement d'un nouveau fossé au sein même des pays avancés. Aux Etats-Unis, le regain de confiance continue de stimuler la demande privée et le redressement des marchés du crédit et de l'immobilier confirment les prémices d'un rétablissement longuement recherché. En revanche, la zone euro continue de pâtir des plans d'ajustement budgétaire dont l'intensité n'a pas encore diminué. De même, et en dépit d'une amélioration significative des conditions de financement des pays périphériques, le coût du crédit bancaire, principale source de financement externe, demeure élevé dans ces Etats.

Les taux de croissance enregistrés dans la zone euro au titre du 1<sup>er</sup> trimestre 2013 illustrent parfaitement les difficultés que traversent les économies européennes. En effet, le PIB de la zone euro a affiché une contraction de 1,1% confirmant ainsi la tendance baissière entamée depuis quatre trimestres. Cette contreperformance reflète, d'une part, la baisse de l'activité en Allemagne (-0,3% au 1<sup>er</sup> trimestre 2013 contre 0,3% au 4<sup>ème</sup> trimestre de 2012) et d'autre part, le prolongement de la récession en France (-0,4% au 1<sup>er</sup> trimestre 2013 après -0,3% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2012), en Espagne (-2%) et plus sévèrement en Italie (-2,3%).

Les facteurs à l'origine de cette morosité relèvent principalement d'une évolution atone de la demande intérieure. En effet, la consommation des ménages demeure modérée comme en attestent notamment la faible progression du volume des ventes en détail et le recul des nouvelles immatriculations des voitures particulières. Au niveau de l'investissement, la production des biens d'équipement a marqué une baisse comparativement au niveau observé lors du 4<sup>ème</sup> trimestre 2012. Aussi, les contraintes de financement et les ajustements en cours sur le marché de l'immobilier résidentiel continuent de peser sur l'investissement dans le secteur de la construction.

Au regard de ces évolutions, les dernières statistiques relatives au 1<sup>er</sup> trimestre 2013 indiquent une légère aggravation du taux de chômage dans la zone euro, qui a atteint 12%, demeurant ainsi à des niveaux toujours élevés. La désagrégation de cet indicateur par pays dévoile, néanmoins, de fortes disparités. En Allemagne, le taux de chômage s'est stabilisé à 5,4% entre décembre et mars, tandis qu'il a légèrement augmenté en Espagne (26,7% contre 26,2%), en France (11% suite à 10,6%) ainsi qu'en Italie (11,9% après 11,2%).

Dans ce contexte, l'inflation a enregistré une baisse significative dans la zone euro en passant de 2% au mois de janvier à 1,4% durant le mois mai (estimation Eurostat). Cette tendance reflète principalement la baisse des prix de l'énergie.

Contrairement à la zone euro, l'économie américaine a enregistré au 1<sup>er</sup> trimestre 2013 un taux de croissance de 1,8% après 1,7% au

4<sup>ème</sup> trimestre 2012. Bien que ces taux restent en deçà des performances réalisées durant la première moitié de l'année écoulée, en raison de la baisse des dépenses publiques et de la contribution négative des exportations nettes, l'activité demeure soutenue notamment par la demande privée. A cet égard, la consommation des ménages a atteint le taux de croissance le plus élevé en 2 ans (3,2%) et la contribution de la FBCF est demeurée positive. Cette dynamique a été davantage favorisée par la poursuite d'une politique monétaire accommodante. En effet, la Fed a maintenu le taux objectif des fonds fédéraux dans une fourchette comprise entre 0% et 0,25% et a prolongé son programme de rachat des produits de titrisation de crédits immobiliers (RMBS) et des bons du Trésor de long terme respectivement à hauteur de 40 et 45 milliards de dollars par mois.

Reflétant la bonne orientation de l'économie américaine, les indicateurs du marché du travail ont continué de s'améliorer comme en témoignent les statistiques relatives au 1<sup>er</sup> trimestre 2013. Ainsi, durant le mois de mars, le taux de chômage est descendu à 7,5%, soit le niveau le plus bas enregistré depuis la crise. Néanmoins, et en dépit de cette amélioration significative, les enquêtes justifient ce recul essentiellement par la contraction de la population active.

Au niveau des prix, l'inflation aux Etats-Unis a connu une baisse durant les mois de mars (1,5%) et avril (1,1%) après la hausse enregistré en février (2%). Cette orientation est attribuable au recul significatif des prix de l'énergie ainsi qu'à la modération 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 d'avril, tablent sur une croissance de l'ordre de 1,9% en 2013 et 3% en 2014 pour les Etats-Unis. Concernant la zone euro, les prévisions s'établissent à -0,3% et 1,1%. Comparativement aux taux communiqués lors du RPM du mois de mars, les projections de croissance sont restées quasiment similaires.

Les incertitudes planant sur les perspectives de croissance ont relativement baissé, dans le sillage des efforts entrepris par les pouvoirs publics

en Europe en vue d'éviter un éclatement de la zone euro, et aux Etats-Unis pour contrecarrer les dangers du précipice budgétaire. Néanmoins, les risques baissiers persistent. À court terme, l'exacerbation des tensions géopolitiques peut favoriser une envolée des cours du pétrole. Aussi, les tergiversations des pouvoirs publics quant à l'accomplissement des engagements pris vis-à-vis de la réduction des déséquilibres pourraient déstabiliser les marchés financiers qui demeurent en convalescence.

À moyen terme, l'absence d'un plan d'ajustement budgétaire à même de rétablir la viabilité de la dette publique américaine alimente les craintes quant aux évolutions futures des finances publiques. En Europe, l'endettement très élevé du secteur privé et les marges de manœuvre, de plus en plus limitées, des pouvoirs publics pourraient compromettre les perspectives d'une reprise graduelle à partir de 2014. En outre, le prolongement des mesures non conventionnelles de politique monétaire pourrait favoriser l'accroissement de prêts excessivement risqués en raison de la baisse des coûts de financement. Enfin, la décélération de la croissance observée en 2012 chez les pays émergents pourrait perdurer en raison de problèmes structurels plus profonds, ce qui impacterait certainement le commerce mondial.

Au regard de ces évolutions, des taux de croissance 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 0,9% en 2014 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de mars (-0,4% en 2013 et 0,9% en 2014), la prévision de 2013 a été 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.

Au niveau des prévisions de l'inflation, la Fed anticipe, dans son dernier Rapport sur la politique monétaire, des taux d'inflation compris entre 1,3% et 1,7% en 2013 et oscillant entre 1,5% et 2% en 2014 (tendance centrale). Pour sa part, la BCE a revu à la baisse, dans son bulletin du mois de mai,

ses prévisions de l'inflation et table désormais sur des taux de 1,7% et 1,6% respectivement en 2013 et 2014 (contre 1,9% et 1,7% respectivement). En tenant compte de la baisse des taux d'intérêt décrétée par la BCE au mois de mai, 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 sont 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 toujours sur une légère baisse en 2013 et 2014 en raison des perspectives mitigées de la demande des pays avancés.

### 6.1.2 Environnement national

En ligne avec les projections présentées dans le RPM précédent, les perspectives de croissance de l'économie nationale demeurent globalement favorables pour l'année 2013. Cette évolution est attribuable principalement aux perspectives de réalisation d'une bonne campagne agricole et, par conséquent, d'une contribution importante de la valeur ajoutée agricole dans la production globale. Bien qu'en décélération, la demande interne continuerait de soutenir la croissance contrairement à la demande extérieure qui souffre toujours de l'atonie persistante de l'activité chez les pays partenaires.

La campagne céréalière de l'année en cours devrait atteindre 97 millions de quintaux selon les estimations du Ministère de l'agriculture et de la pêche maritime, soit une hausse de 91% par rapport à la campagne de l'année 2012 et de 33% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Cette bonne performance est due à des conditions climatiques favorables, en lien avec un cumul pluviométrique en hausse de 71% en glissement annuel à fin avril et des précipitations régulières et bien réparties. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a revu à la hausse ses prévisions de la production céréalière pour l'année en cours. Concernant la campagne agricole 2013-2014, et en l'absence de visibilité, une production céréalière

moyenne de 68 millions de quintaux est retenue dans le scénario central.

S'agissant des activités non agricoles, la dynamique des différentes branches laisserait présager une évolution contrastée. Ainsi, les télécommunications devraient afficher un bon dynamisme tandis que le secteur des BTP maintiendrait son profil baissier durant l'année 2013 comme en témoigne la baisse de la consommation de ciment à fin avril. Néanmoins, la bonne orientation de la demande interne continuerait de soutenir la croissance non agricole. A ce titre, la consommation des ménages connaîtrait une nette amélioration en lien avec la perspective de réalisation d'une bonne campagne agricole et la dynamique des crédits à la consommation, certes modérée, mais qui demeure toujours favorable.

Dans ces conditions, la valeur ajoutée non agricole devrait croître à un taux compris entre 2,5% et 3,5%. Comparativement au RPM précédent, ces prévisions ont été revues à la baisse en lien avec les perspectives atones des activités non agricoles. En somme, la croissance globale devrait s'établir entre 4,5% et 5,5%, soit une légère révision à la hausse par rapport aux prévisions du dernier RPM qui tablaient sur un taux compris entre 4% et 5%.

S'agissant du marché du travail, les dernières statistiques relatives au premier trimestre de l'année en cours pointent vers un léger recul du taux de chômage au premier trimestre 2013 (-0,5%) en glissement annuel, pour se situer à 9,4%. Cette réalisation reflète un recul de 0,7% en milieu urbain (de 14,4% à 13,7%) et de 0,4% en milieu rural (de 4,8% à 4,4%). Ces évolutions traduisent une création nette de 99.000 postes provenant principalement du secteur tertiaire avec 243.000 emplois et de l'industrie avec 20.000 postes. De leur côté, le BTP et l'agriculture ont connu une destruction de 56.000 et 100.000 postes respectivement.

Par ailleurs, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture élaborée par Bank Al-Maghrib, les perspectives d'emploi dans le secteur industriel laissent globalement entrevoir une stagnation de l'effectif total employé pour le trimestre en cours. Ainsi, ces évolutions ne devraient pas peser sur le

niveau des salaires et aucune réévaluation du SMIG n'est anticipée dans le cadre du scénario central. Par conséquent, l'hypothèse d'un niveau de SMIG établi à 12,24 Dh/heure est retenue sur l'horizon de prévision.

Enfin, dans un contexte marqué par la persistance des tensions géopolitiques, le FMI a revu à la hausse, dans son édition du mois de mai, ses prévisions du prix de pétrole pour 2013 et 2014. Celles-ci se situent désormais à 102,6 dollars le baril en 2013 et 97,58 dollars en 2014 contre 99,71 et 96,78 dollars communiqués dans l'exercice précédent. S'agissant des prévisions de la Banque mondiale (mai 2013), celles-ci tablent sur des prix du baril moyen de 102,4 dollars en 2013 et de 101 dollars en 2014, soit une quasi-stagnation par rapport aux projections de janvier. Enfin, la commission européenne a sensiblement revu à la baisse ses prévisions du cours du Brent qui se chiffrent désormais à 104,9 dollars le baril en 2013 et 99,2 dollars en 2014 contre 113,7 et 106,4 dollars présentés dans le dernier RPM. Dans ces conditions, les charges de compensation au titre de l'année 2013, établies sur la base d'un cours moyen de 105 dollars le baril, ne devraient pas exercer des pressions supplémentaires sur le déficit budgétaire. Ainsi, le scénario central retient l'hypothèse du maintien du prix du gasoil à la pompe à 8,15 dh le litre sur l'horizon de prévision.

## 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 légèrement inférieur au taux moyen de 2% prévu dans le cadre du dernier RPM. De même, la prévision de l'inflation pour l'année 2013 a été légèrement revue à la baisse, soit un taux de 2,1% au lieu de 2,2%. Au cours du premier semestre de 2014, l'inflation devrait évoluer aux environs de 1,5%, au lieu de 1,6%. Enfin, au troisième trimestre de la même année, l'inflation devrait atteindre 1,6%.

Ces prévisions sont effectuées sur la base d'hypothèses considérées comme les plus

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

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

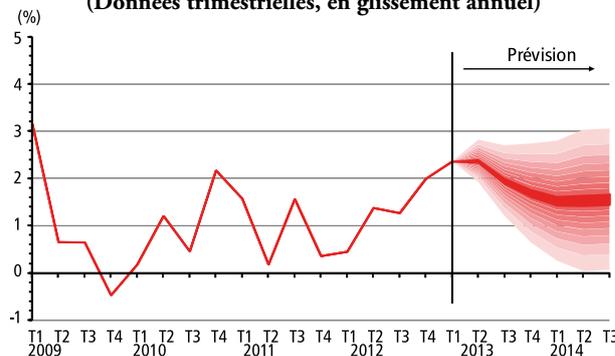
Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2013 T2 – 2014 T3

	2013			2014			Moyenne 2013	HP*
	T2	T3	T4	T1	T2	T3		
Prévision centrale (%)	2,4	2,0	1,7	1,5	1,5	1,6	2,1	1,8

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2013 T2 - 2014 T3 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

بنك المغرب  
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

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

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

بنك المغرب  
بنك المغرب