



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 26 / 2013

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 26 mars 2013





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 26 mars 2013

بنك المغرب

بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

AEN	: Avoirs Extérieurs Nets
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
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

SOMMAIRE

Liste des graphiques, des tableaux et des encadrés	5
Communiqué de presse	9
Aperçu général	11
1. Orientation de l'offre et de la demande globale.....	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	15
1.3 Investissement	16
1.4 Commerce extérieur	17
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	19
2.1 Tensions sur les capacités de production	19
2.2 Tensions sur le marché du travail	20
3. Environnement international et prix à l'importation.....	22
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde.....	22
3.2 Prix des matières premières et de l'inflation.....	26
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc.....	27
4. Conditions monétaires et prix des actifs	29
4.1 Conditions monétaires.....	29
4.2 Prix des actifs	35
5. Evolution récente de l'inflation	38
5.1 Evolution de l'inflation	38
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables	39
5.3 Biens et services.....	40
5.4 Indice des prix à la production industrielle	41
5.5 Anticipations d'inflation	41
6. Perspectives de l'inflation.....	43
6.1 Hypothèses du Scénario de base	43
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques	46

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 ciments et des crédits immobiliers.....	15
Graphique 1.5	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale	15
Graphique 1.6	: Projections de la croissance T4 2012-T42013	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 1.12	: Cumul des importations	18
Graphique 1.13	: Evolution du prix du phosphate	18
Graphique 1.14	: Evolution des quantités importées et des prix du pétrole brut	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	19
Graphique 2.4	: Variation de la productivité apparente du travail	20
Graphique 2.5	: Evolution de l'emploi selon les secteurs 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.....	26
Graphique 3.14	: Evolution de l'inflation dans les principaux pays partenaires.....	27
Graphique 3.15	: Indice des prix à l'import hors énergie	27
Graphique 3.16	: Indice des prix à l'import des demi-produits	27
Graphique 3.17	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires	28
Graphique 3.18	: Indice des prix à l'import des produits miniers	28
Graphique 3.19	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national	28
Graphique 3.20	: Evolution des IPM,	28
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire	29

Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire des valeurs du Trésor	30
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	30
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire	30
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires	31
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité	31
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire	31
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire	31
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs	32
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs	32
Graphique 4.5	: Evolution annuelle de M3 et sa tendance.....	32
Graphique 4.6	: Excédent monétaire1	32
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à l'évolution de la masse monétaire	33
Graphique 4.8	: Evolution annuelle des composantes de M3.....	33
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à l'évolution du total des dépôts	33
Graphique 4.10	: Evolution annuelle du crédit	33
Graphique 4.11	: Evolution annuelle des différentes catégories du crédit.....	34
Graphique 4.12	: Contribution des secteurs institutionnels à l'évolution du crédit.....	34
Graphique 4.13	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets	34
Graphique 4.14	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	34
Graphique 4.15	: Taux de change du dirham.....	35
Graphique 4.16	: Taux de change effectif nominal et réel	35
Graphique 4.17	: Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers	35
Graphique 4.18	: Evolution de l'Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat	35
Graphique 4.19	: Evolution de l'indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier	36
Graphique 4.20	: Indices boursiers	36
Graphique 4.21	: Performance depuis le début de l'année, des indices sectoriels	36
Graphique 4.22	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents au quatrième trimestre 2012	37
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente,	38
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	39
Graphique E5.1	: Evolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente.....	39
Graphique 5.3	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente	40
Graphique 5.4	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés, en glissement annuel	40
Graphique 5.5	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux	40
Graphique 5.6	: Contributions des prix des biens et services à l'inflation	41
Graphique 5.7	: Evolution des indices des prix à la production industrielle	41
Graphique 5.8	: Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière	41
Graphique 5.9	: Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois	41
Graphique 5.10	: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois	42
Graphique 6.1	: Projections de l'inflation 2013 T1 - 2014 T2	46

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés.....	13
Tableau 1.2	: Evolution de la balance commerciale au mois de janvier 2013.....	17
Tableau 2.1	: Indicateurs trimestriels d'activité et de chômage	20
Tableau 3.1	: Profil trimestriel de la croissance	24

Tableau 3.2	: Perspectives mondiales de la croissance	25
Tableau 3.3	: Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires.....	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,	27
Tableau 3.7	: Evolution de l'IPM	28
Tableau 4.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	29
Tableau 4.2	: Taux créditeurs	30
Tableau 4.3	: Valorisation du marché des actions	37
Tableau 5.1	: Inflation et ses composantes	38
Tableau 5.2	: Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur.....	39
Tableau 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX	40
Tableau 6.1	: Prévisions de l'inflation pour 2013 T1 –2014 T2	46

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1	: Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire	30
Encadré 5.1	: Evolution de l'inflation en 2012.....	39

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 26 mars 2013

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 26 mars 2013.
2. Le Conseil a examiné l'évolution récente de la situation économique, monétaire et financière, ainsi que les prévisions d'inflation à l'horizon du deuxième trimestre 2014.
3. Le Conseil a noté que l'inflation est restée modérée, en dépit des hausses enregistrées ces trois derniers mois où elle s'est établie à 2,6% en décembre et janvier et à 2,2% en février, en liaison principalement avec l'augmentation de 10% en moyenne sur la période des prix des produits alimentaires volatils. L'inflation sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, est demeurée contenue à moins de 1%. En outre, la décélération antérieure du rythme d'accroissement des prix internationaux des matières premières, notamment ceux des produits énergétiques et alimentaires, continue de se diffuser vers les prix à la production industrielle, dont la progression en glissement annuel est revenue de 1,7% en décembre à 0,6% en janvier.
4. Sur le plan international, la conjoncture demeure caractérisée par la faiblesse de l'activité économique et la persistance des incertitudes liées à sa reprise. Les résultats des comptes nationaux du quatrième trimestre 2012 font ressortir un ralentissement à 1,6% de la croissance aux Etats-Unis et une diminution de 0,9% du PIB dans la zone euro. Les projections pour 2013 ont été révisées à la baisse, la croissance devant s'établir selon le FMI à 2% aux Etats-Unis et à -0,2% dans la zone euro. Par ailleurs, le chômage a reculé à 7,7% en février aux Etats-Unis, alors qu'il est resté proche de 12% dans la zone euro, sur la base des données du mois de janvier. Pour sa part, le crédit a enregistré à fin janvier un ralentissement aux Etats-Unis, tout en restant au-dessus de 5%, alors que dans la zone euro, il a poursuivi sa contraction amorcée depuis mai 2012. Au niveau des marchés boursiers, les indices continuent, à fin février, à afficher des améliorations significatives aux Etats-Unis et des évolutions contrastées d'un pays à l'autre dans la zone euro.

L'ensemble de ces évolutions laissent entrevoir pour l'économie nationale l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine externe au cours des prochains trimestres.

5. Au niveau national, la croissance est estimée à 2,6% au quatrième trimestre et à moins de 3% pour l'ensemble de l'année 2012. En 2013, malgré l'incertitude entourant l'évolution de l'activité chez nos principaux partenaires et celle des prix mondiaux des produits énergétiques, la croissance devrait se situer entre 4% et 5%, soutenue notamment par la hausse prévue de l'activité agricole. L'output gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation des tensions inflationnistes, devrait évoluer à des niveaux négatifs à court terme, indiquant l'absence de pressions significatives sur les prix.
6. Sur le plan des finances publiques, les données de 2012 montrent un creusement du déficit budgétaire, hors recettes de privatisation, à 7,6%, après 6,7% en 2011, lié notamment à l'aggravation des charges de compensation. En 2013, ce déficit devrait se situer à 5,5% du PIB selon les dernières prévisions.

7. Au niveau des comptes extérieurs, les données les plus récentes font ressortir une atténuation de 17,5% du déficit commercial à 27,5 milliards de dirhams à fin février, en liaison avec une baisse des importations (-10,8%) plus importante que celle des exportations (-3%). Les recettes voyages ont augmenté de 2%, alors que les transferts des MRE se sont contractés de 2,9%. En outre, les rentrées au titre des investissements directs étrangers ont atteint 10,2 milliards de dirhams contre 5,3 milliards une année auparavant. Dans ces conditions, les avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib représentent à fin février environ 4 mois d'importations de biens et services.
8. L'analyse de la sphère monétaire à fin janvier 2013 indique la poursuite de la modération de la création monétaire. En effet, la croissance annuelle de M3 s'est établie à 2,4% en janvier, contre 3,8% au quatrième trimestre 2012. Celle du crédit est passée de 5,2% à 3,2% et selon les chiffres préliminaires de février, elle s'est accélérée à 3,9%. Au titre de l'année 2013, la progression du crédit devrait se situer, sur la base des dernières informations disponibles, dans une fourchette de 5% à 6%. Dans ce contexte, l'écart monétaire devrait rester négatif, indiquant l'absence à moyen terme de tensions inflationnistes d'origine monétaire.
9. Tenant compte 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 2,2% en 2013, de 1,6% au deuxième trimestre 2014 et de 2% en moyenne sur l'horizon de prévision.
10. 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%.
11. Le Conseil a, par ailleurs, analysé et approuvé les comptes de la Banque, son rapport de gestion, ainsi que l'affectation du résultat au titre de l'exercice 2012.

APERÇU GÉNÉRAL

En dépit de la hausse de 2,6% observée en décembre, l'inflation est restée globalement modérée au quatrième trimestre avec une moyenne de 2% en glissement annuel, après 1,3% un trimestre auparavant. En janvier 2013, elle s'est maintenue au même niveau enregistré en décembre. Pour sa part l'inflation sous-jacente est passée de 1% en novembre à 0,8% en décembre, avant de s'établir à 0,9% en janvier. Cette évolution reflète une quasi-stagnation à 1,2% de l'inflation des biens échangeables, en liaison avec le reflux des pressions inflationnistes au plan international, particulièrement dans les pays partenaires. Elle tient également à une progression de 0,6% des prix des produits non échangeables, dans un contexte de poursuite de la modération des tensions émanant de la demande interne. Par ailleurs, le ralentissement antérieur de la hausse des cours mondiaux des matières premières, notamment ceux des produits énergétiques et alimentaires, continue de se diffuser vers les prix à la production industrielle, dont l'accroissement annuel est revenu de 1,7% en décembre à 0,6% en janvier.

Au niveau de l'environnement international, les dernières données disponibles montrent une poursuite de la faiblesse de l'activité et de ses perspectives et une relative amélioration des conditions financières. En effet, les résultats des comptes nationaux du quatrième trimestre 2012 font ressortir un ralentissement en glissement annuel à 1,6% de la croissance aux Etats-Unis et une contraction de 0,9% du PIB dans la zone euro. En outre, les marchés de l'emploi ont été marqués par une hausse quasi généralisée du taux chômage en 2012, à l'exception des Etats-Unis et de l'Allemagne où il est revenu respectivement de 9% à 8,1% et de 5,9% à 5,5%. Pour 2013, les perspectives de croissance demeurent globalement défavorables. Les mises à jour les plus récentes des projections indiquent des révisions à la baisse, essentiellement au niveau des pays avancés où la croissance avoisinerait 1,4% en 2013 selon le FMI et 1,1% selon la Commission Européenne. Pour ce qui est des matières premières, malgré certaines tensions observées au niveau des prix des produits énergétiques, la majorité des cours restent orientés à la baisse en glissement annuel, contribuant ainsi à la modération des pressions inflationnistes à l'échelle internationale. S'agissant des indicateurs financiers, ils ont connu des évolutions divergentes entre les Etats-Unis et la zone euro, notamment en ce qui concerne le crédit et les marchés boursiers. Au niveau des marchés obligataires, les taux souverains ont marqué une stagnation aux États-Unis, alors qu'ils ont été globalement orientés à la hausse dans la zone euro, notamment en Italie, où l'absence d'une majorité aux dernières élections législatives a largement contribué à la remontée des incertitudes.

Au niveau national, et sur la base des dernières données disponibles, la croissance est estimée à 2,6% au quatrième trimestre 2012, recouvrant une hausse de 4,8% du PIB non agricole et un repli de 8,7% de la valeur ajoutée agricole. Sur l'ensemble de l'année 2012, la croissance ressort à 2,7%, avec un accroissement de 4,5% du PIB non agricole et un recul de 8,8% des activités agricoles. Pour 2013, la prévision de la croissance est maintenue inchangée entre 4% et 5%, aussi bien pour le PIB global que pour sa composante non agricole. En conséquence, l'output-gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation des tensions inflationnistes, devrait évoluer à des niveaux inférieurs à zéro à court terme. Ces projections restent, toutefois, entourées d'importantes incertitudes liées, notamment, aux perspectives de croissance chez les principaux pays partenaires, ainsi qu'aux fluctuations des cours mondiaux des matières premières.

Pour ce qui est des comptes extérieurs, les données disponibles à fin février 2013 laissent apparaître une relative amélioration par rapport à la même période de l'année précédente. En effet, le déficit commercial, après un creusement annuel de 30,7% en février 2012, s'est

attenué de 17,5%, sous l'effet d'une diminution des importations, plus prononcée que celle des exportations. Les importations ont reculé de 10,8%, reflétant le repli de 11,3% des achats de produits énergétiques et de 19,3% de ceux des produits alimentaires. En regard, les exportations ont régressé de 3%, en relation principalement avec le fléchissement de 15,8% des ventes de phosphates et dérivés. Pour leur part, les recettes voyages se sont accrues de 2%, tandis que les transferts MRE ont diminué de 2,9%.

S'agissant des conditions monétaires, les données relatives au mois de janvier 2013 indiquent la poursuite du ralentissement des rythmes de progression du crédit et de la masse monétaire, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif et reflétant l'absence de tensions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme. En effet, l'agrégat M3 a progressé de 2,4% en glissement annuel en janvier, contre 3,8% en moyenne au quatrième trimestre de 2012 et l'encours du crédit a augmenté de 3,2%, au lieu de 5,2%. Pour l'année 2013, les prévisions de la Banque font ressortir une croissance du crédit bancaire se situant, en l'état actuel des données, dans une fourchette allant de 5% à 6%. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le quatrième trimestre 2012 dénotent d'un repli de 15 points de base du taux moyen pondéré, lié essentiellement à la baisse des taux assortissant les facilités de trésorerie de 24 points. De son côté, le taux de change effectif du dirham s'est apprécié, entre le troisième et le quatrième trimestre 2012, de 0,39% en termes nominaux et de 0,31% en termes réels.

Concernant les prix des actifs, l'indice des prix des biens immobiliers, calculé par Bank Al-Maghrib, s'est accru de 0,9% au quatrième trimestre, en glissement annuel, au lieu de 0,5% un trimestre auparavant. Pour l'ensemble de l'année 2012, cet indice a augmenté de 1% après 2,2% en 2011.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation devrait globalement rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Après un taux de 1,3% enregistré en 2012, la prévision moyenne pour 2013 a été révisée à la hausse à 2,2%. Au terme de l'horizon de prévision, soit le deuxième trimestre 2014, l'inflation s'établirait à 1,6%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle devrait ressortir à 2%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme de l'horizon de prévision.

Enfin, 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

Selon les estimations de la Banque, la croissance se serait établie à 2,6% au quatrième trimestre 2012, soit un rythme similaire à la moyenne observée au cours des trois premiers trimestres, recouvrant une progression du PIB non agricole de 4,8% et un repli de la valeur ajoutée agricole de 8,7%. Du côté de la demande, cette orientation refléterait la poursuite du ralentissement de la consommation des ménages et un recul de l'investissement, avec un certain dynamisme de la demande publique, en liaison avec l'expansion des dépenses du Trésor, particulièrement en décembre. Pour 2013, les prévisions, entourées de fortes incertitudes liées essentiellement aux perspectives d'évolution de la croissance chez les principaux partenaires, laissent indiquer une certaine consolidation de la demande intérieure ainsi qu'une atténuation de la contribution négative de la demande extérieure. En effet, la consommation finale des ménages devrait marquer un raffermissement, parallèlement à l'amélioration attendue des revenus agricoles et des revenus et transferts en provenance de l'étranger. Pour sa part, la reprise de l'investissement demeure conditionnée par la perception des opérateurs quant aux perspectives de l'économie nationale, par le taux de réalisation des projections budgétaires, notamment en matière des dépenses d'équipement, ainsi que par l'attractivité de l'économie nationale en IDE. Quant aux indicateurs des échanges extérieurs, ils font état d'un allègement du déficit commercial, la baisse des importations à fin février 2013 ayant été plus importante que celle des exportations. Compte tenu de ces éléments, la prévision de la croissance est maintenue dans une fourchette comprise entre 4% et 5% aussi bien pour le PIB global que pour sa composante non agricole.

1.1 Production

La croissance nationale s'est établie à 2,9% au troisième trimestre 2012, après 2,3% au deuxième trimestre. Au quatrième trimestre, elle aurait atteint 2,6%, recouvrant une légère accélération de la croissance non agricole de 4,7% à 4,8% et un repli de 8,7% de la valeur ajoutée agricole.

Au début de l'année 2013, les indicateurs du secteur agricole font état de conditions globalement favorables du déroulement de la campagne actuelle. Sur la base des données arrêtées au 20 mars 2013, le cumul pluviométrique est évalué à 320,3 mm, en hausse de 73,6% en glissement annuel, portant ainsi le taux de remplissage des barrages à 92%, contre 66% une année auparavant. En outre, la situation du couvert végétal reste satisfaisante dans la quasi-totalité des zones céréalières. Si ces évolutions favorables se poursuivent, la production céréalière devrait dépasser sa moyenne des cinq dernières années, soit 72 millions de quintaux.

S'agissant des activités secondaires, la croissance de la valeur ajoutée minière devrait s'établir à 1,5% au premier trimestre 2013, après 1,4% au quatrième trimestre 2012. En effet, les données à fin janvier 2013 montrent notamment que la production de l'OCP et les prix du phosphate

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés de 1998 par grandes branches d'activité, en glissement annuel

Branches d'activités en %	2011				2012				2013	
	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV _E	TI _P	
Agriculture	5,9	6,1	6,0	4,3	-8,3	-9,6	-8,4	-8,7	6,2	
VA non agricole	5,8	4,3	5,0	5,4	4,6	4,3	4,9	5,2	4,8	
Industrie extractive	14,5	2,8	-1,7	8,2	-7,9	-5,4	3,2	1,4	1,5	
Industrie de transformation	3,4	0,8	3,7	4,0	3,5	0,9	1,7	1,9	1,5	
Electricité et eau	0,4	5,7	5,3	12,8	12,6	10,8	11,5	5,0	2,4	
Bâtiment et travaux publics	2,0	1,7	6,1	7,0	5,7	3,5	-1,7	-2,1	-3,2	
Commerce	3,8	4,1	4,7	4,7	2,8	1,7	1,6	1,6	2,8	
Hôtels et restaurants	6,3	-2,9	-3,9	-7,0	-4,9	2,3	1,4	1,0	1,8	
Transports	7,4	6,5	5,9	3,9	1,7	2,4	2,1	2,1	2,2	
Postes et télécommunications	13,0	15,5	24,1	23,0	13,4	12,8	18,1	16,0	15,3	
Administration publique générale et sécurité sociale	6,5	6,4	5,7	4,5	11,7	11,7	11,8	11,8	7,5	
Autres services*	7,0	6,3	5,6	4,3	6,0	5,9	5,7	5,7	5,9	
Impôts sur les produits nets des subventions	3,6	2,2	3,5	1,4	3,0	3,1	1,9	2,4	2,6	
PIB hors agriculture	5,6	4,1	4,8	5,0	4,4	4,2	4,7	4,8	4,5	
Produit intérieur brut	5,6	4,5	5,0	4,9	2,8	2,3	2,9	2,6	4,7	

(*) Comprenant les activités financières et assurances, Services rendus aux entreprises et services personnels, Education, santé et action sociale et la Branche fictive

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM.

et dérivés demeurent à des niveaux élevés, bien qu'en ralentissement par rapport aux évolutions observées au troisième trimestre 2012.

Pour sa part, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation devrait poursuivre sa décélération amorcée début 2012, marquant une hausse de 1,5% au premier trimestre 2013, contre 1,9% au quatrième trimestre 2012.

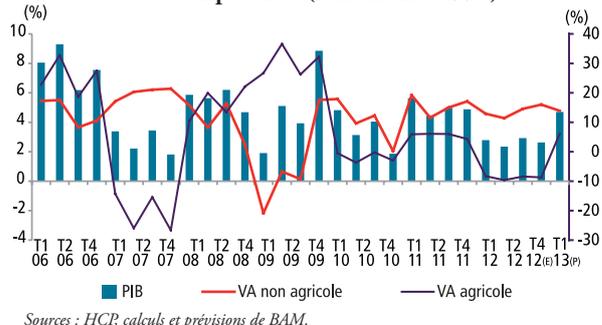
Le ralentissement de la branche industrielle s'explique essentiellement par l'atonie de la demande, en particulier celle en provenance de l'extérieur. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib relatifs au mois de janvier 2013 corroborent cette tendance, indiquant une baisse des ventes et un maintien des stocks de produits finis à des niveaux supérieurs à la normale. De même, les carnets de commandes sont jugés inférieurs à leur niveau habituel et le taux d'utilisation des capacités de production ressort à 68%, soit un niveau en deçà de la moyenne historique.

La croissance de la branche «électricité et eau» devrait ralentir de 11,5% au troisième trimestre à 5% au quatrième trimestre 2012 et 2,4% au premier trimestre 2013. Outre l'effet de base, cette évolution tiendrait à un ralentissement de la demande des entreprises, comme en témoignent la contraction de 4,9% de la production nette locale de l'ONE et de 1,8% de ses ventes en haute et moyenne tensions en janvier 2013 par rapport à la même période de l'année précédente.

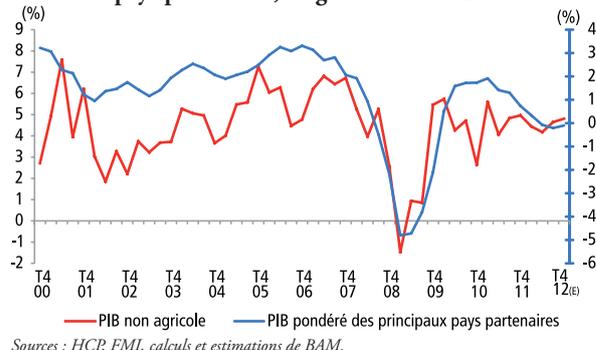
Pour la branche du bâtiment et travaux publics, les indicateurs disponibles ne font pas état d'amélioration par rapport à fin 2012, avec notamment une baisse sensible des ventes de ciments ainsi qu'une diminution de 4,6%, en glissement annuel, des crédits bancaires accordés aux promoteurs immobiliers à fin janvier 2013. Sa valeur ajoutée devrait ainsi se replier de 2,1% au quatrième trimestre 2012 et de 3,2% au premier trimestre 2013.

S'agissant des activités tertiaires, elles devraient afficher une certaine amélioration au quatrième trimestre 2012 et au premier trimestre 2013, particulièrement pour les branches « postes et télécommunication », l'«administration publique générale et sécurité sociale » et les « autres services ».

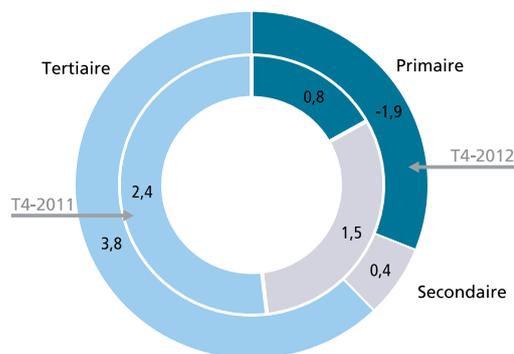
Graphique 1.1 : Évolution en glissement annuel du PIB et de ses composantes (Prix chaînés 1998)



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



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



Sources : HCP, calculs et estimations de BAM.

La valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait croître de 16% au quatrième trimestre 2012 et de 15,3% au premier trimestre 2013, sous l'hypothèse de la poursuite des évolutions favorables observées au niveau des indicateurs de la branche à fin 2012. Les dernières données disponibles, qui demeurent celles du quatrième trimestre 2012, indiquent en effet une progression, en glissement annuel, de 6,7% du parc de la téléphonie mobile et de 24,4% de celui d'Internet.

La croissance de l'activité touristique devrait rester positive à 1% au quatrième trimestre 2012 et à 1,8% au premier trimestre 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 550 milliers de visiteurs en janvier 2013, en progression de 3,2% par rapport à 2012. Parallèlement, les nuitées recensées au niveau des établissements d'hébergement classés se sont accrues de 13,8%, après une baisse de 16,6% à la même période de l'année précédente, et le taux d'occupation s'est établi à 35%. Par ailleurs, les recettes de voyage, se sont inscrites en hausse de 2% à fin février 2013 contre 3,2% une année auparavant.

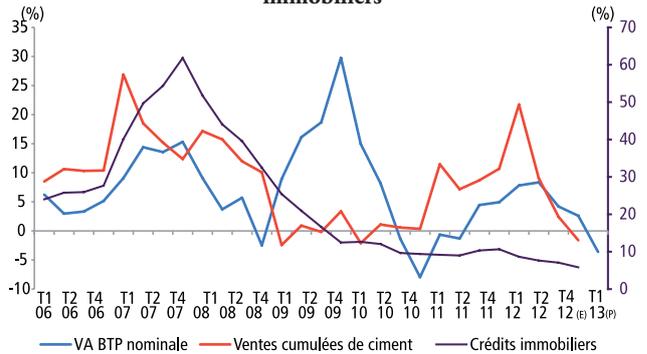
Pour leur part, les valeurs ajoutées du commerce et du transport, sensiblement conditionnées par la performance des autres branches, devraient afficher des variations positives autour de 2% au premier trimestre 2013.

Au total, sur la base de l'analyse des données disponibles, la prévision de la croissance annuelle est maintenue inchangée dans une fourchette entre 4% et 5%, avec un rythme de 4,7% au premier trimestre 2013. Ces projections sont toutefois entourées d'importantes incertitudes liées notamment aux perspectives de la croissance des principaux pays partenaires ainsi qu'aux fluctuations des cours mondiaux des matières premières.

1.2 Consommation

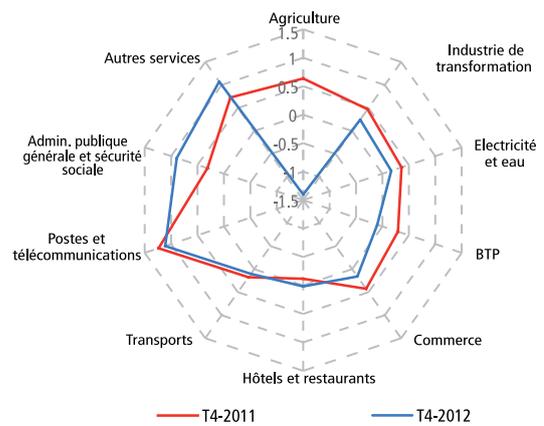
La consommation finale nationale s'est accrue, en termes réels, de 3,8% au troisième trimestre 2012, contre 4,6% un trimestre auparavant et 6,7% au premier trimestre. Cette évolution reflète le ralentissement du rythme de

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



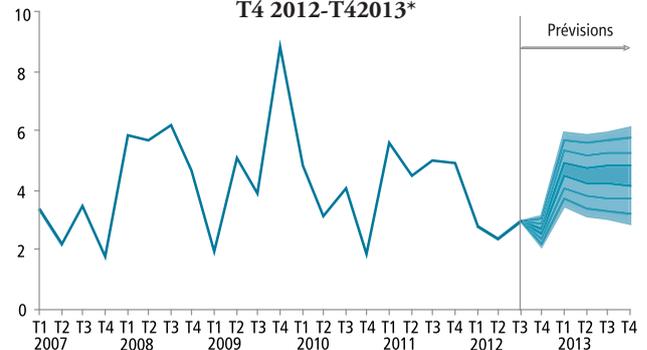
Sources : APC, HCP, BAM, calculs et prévisions de BAM.

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



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM.

Graphique 1.6 : Projections de la croissance T4 2012-T4 2013*



(*) Eventails en fonction de l'écart type

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM.

progression de la consommation finale des ménages de 4,4% à 3,5% d'un trimestre à l'autre, et dans une moindre mesure, celui de la consommation des administrations publiques de 5,4% à 5%.

Cette décélération se serait poursuivie au quatrième trimestre 2012, avec toutefois une consolidation de la consommation publique, comme en témoigne l'importante augmentation des dépenses ordinaires en décembre 2012.

Pour 2013, l'analyse des données disponibles laissent indiquer un regain de vigueur de la consommation, en liaison avec l'amélioration attendue des revenus ruraux. De même, les transferts des MRE et les recettes voyage, en cas de poursuite du redressement observé en début d'année, devraient soutenir les dépenses de consommation privée. Toutefois, d'importantes incertitudes persistent, particulièrement au regard du recul observé au niveau des importations des produits finis de consommation et de la décélération des crédits à la consommation en janvier, ainsi que de la récente dégradation des conditions sur le marché du travail.

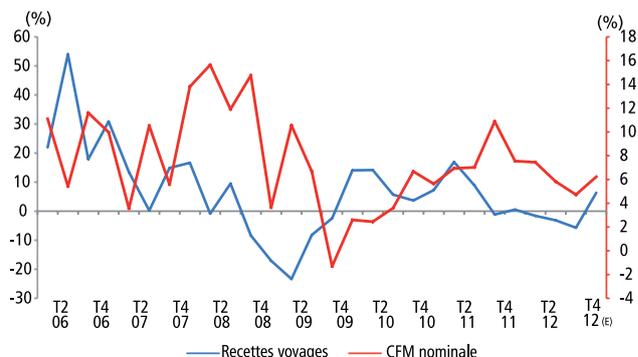
S'agissant de la consommation des administrations publiques, elle devrait rester importante, tout en marquant un certain ralentissement sous l'effet de l'ajustement anticipé à la lumière des dépassements dans l'exécution du budget 2012 et des projections de la Loi de finances 2013.

1.3 Investissement

L'investissement a diminué de 0,2% au troisième trimestre 2012, après une croissance limitée à 0,8% un trimestre auparavant. En outre, les indicateurs les plus récents ne font pas ressortir de redressement notable, à l'exception des recettes au titre des investissements directs étrangers qui ont doublé pour atteindre 10,2 milliards de dirhams à fin février 2013.

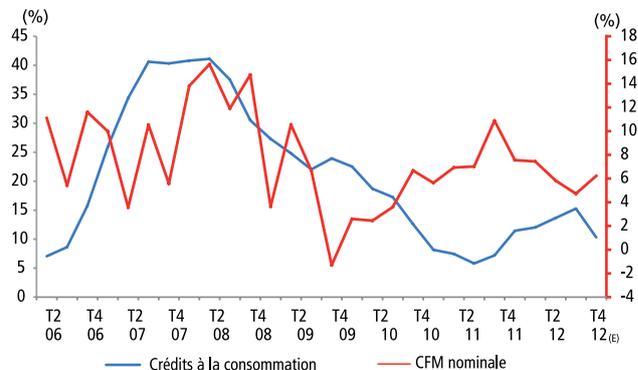
C'est ainsi que, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib, portant sur le quatrième trimestre 2012, révèlent un climat des affaires jugé globalement défavorable pour le deuxième trimestre consécutif. Ils montrent également qu'une importante proportion d'industriels déclarent une stagnation des dépenses d'investissement,

Graphique 1.7 : Évolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des recettes voyages



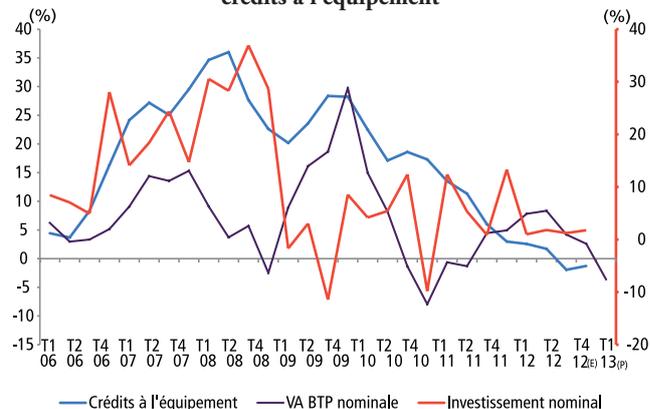
Sources : HCP, Office des changes, calculs et estimations de BAM.

Graphique 1.8 : Évolution en glissement annuel de la consommation finale des ménages et des crédits à la consommation



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

soit 61% au quatrième trimestre, contre 42% au troisième trimestre.

Par ailleurs, les données monétaires indiquent des baisses de 1,9% et de 4,6%, en glissement annuel, des crédits à l'équipement et ceux aux promoteurs immobiliers à fin janvier 2013, laissant ainsi entrevoir un tassement aussi bien de l'investissement des entreprises que de l'investissement résidentiel. De même, les indicateurs des échanges extérieurs font ressortir une contraction de 6,7% des importations de produits finis d'équipement au titre du même mois.

Du côté de l'investissement de l'administration publique, il devrait s'inscrire en baisse d'une année à l'autre, tel que cela ressort des projections de la Loi de finances 2013 qui table sur une contraction de 2,2% par rapport aux réalisations de 2012.

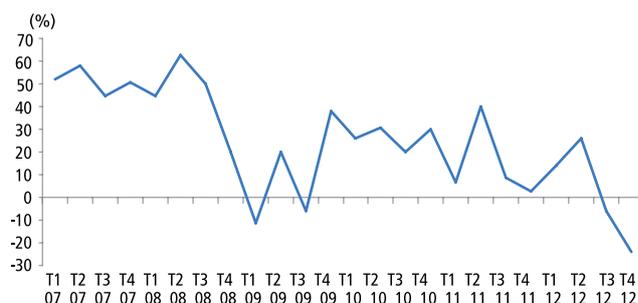
1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin février 2013 indiquent un allègement du déficit commercial en glissement annuel, sous l'effet d'une baisse des importations plus importante que celle des exportations.

En effet, la balance commerciale a enregistré un déficit de 27,5 milliards de dirhams, en recul de 17,5% d'une année à l'autre, contre une aggravation de 30,7% observée un an auparavant. Cette évolution résulte de la régression de 10,8% ou 6,7 milliards de dirhams des importations, plus importante que celle de 3% ou 841 millions de dirhams des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 50,1% au lieu de 46,1% en février 2012.

La baisse des exportations s'explique notamment par celle de 15,8% des ventes de phosphates et dérivés, ressorties à 5,3 milliards de dirhams. Les ventes du secteur de l'aéronautique ont également accusé un repli de 25,4% à 904 millions de dirhams. Parallèlement, les exportations du secteur de l'électronique ont diminué de 12,7%, pour s'établir à 1 milliard de dirhams. En revanche, les expéditions du secteur de l'automobile ont enregistré une hausse de 8,2%, se situant à 4,7 milliards, qui recouvre un recul de 10,6% du

Graphique 1.10 : Évolution du climat général des affaires*



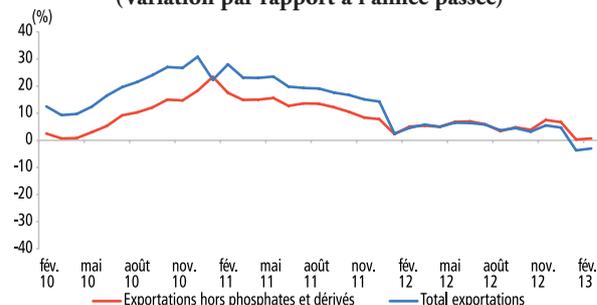
* Solde d'opinion représentant la différence entre le pourcentage de réponses «Bon» et «médiocre»
Source : Enquête mensuelle de Conjoncture dans l'industrie de BAM.

Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au mois de février 2013

(En millions de dirhams)	fév.		Variations	
	2012	2013*	Montant	%
Exportations	28 474	27 633	- 841,0	-3,0
Exportations de phosphates et dérivés	6 325	5 324	- 1001	-15,8
Exportations hors phosphates et dérivés	22 149	22 309	+160	+0,7
Textile et cuir	5 202	5 324	+122	+2,3
Agriculture et Agro-alimentaire	5 382	5 449	+67	+1,2
Automobile	4 319	4 673	+354	+8,2
Electronique	1 162	1 015	-147	-12,7
Aéronautique	1 212	904	-308	-25,4
Importations	61 830	55 138	-6 692	-10,8
Importations de produits énergétiques	16 032	14 228	-1 804	-11,3
Importations hors énergie	45 798	40 910	-4 888	-10,7
Biens de consommation	10 621	9 761	-860	-8,1
Produits alimentaires	6 361	5 133	-1 228	-19,3
Biens d'équipement	12 119	11 417	-702	-5,8
Déficit commercial	33 356	27 505	-5 851,0	-17,5

* Données préliminaires
Source : OC.

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

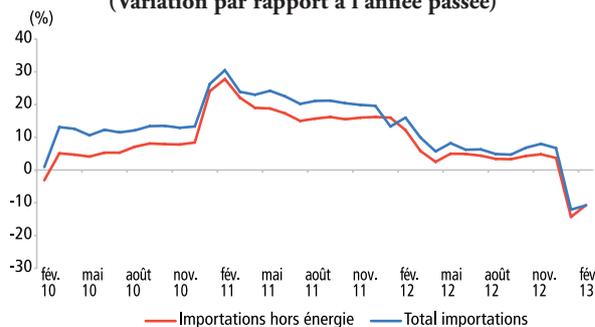


Source : OC.

segment du câblage et une augmentation de 69,3% de celui de la construction automobile. De même, les expéditions du secteur de textile et cuir ont augmenté de 2,3%, totalisant 5,3 milliards de dirhams. Les livraisons du secteur agricole et agro-alimentaire se sont également accrues de 1,2%, pour atteindre 5,4 milliards de dirhams, recouvrant une augmentation de 13,2% des ventes de l'industrie alimentaire et des replis respectifs de 10,2% et de 8,8% de celles d'agrumes et de la pêche.

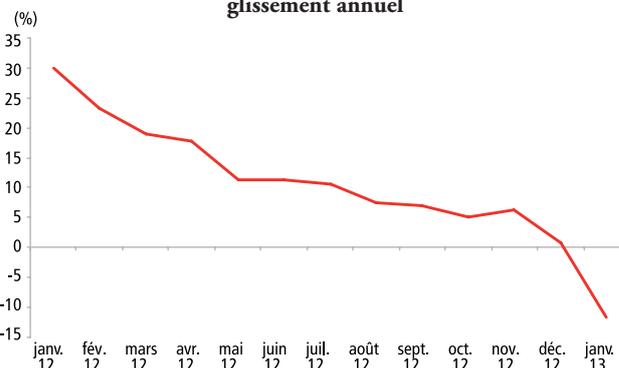
En regard, l'évolution des importations est liée à la baisse de l'ensemble des groupes de produits. En effet, les achats de produits énergétiques ont diminué de 11,3%, en relation avec les reculs respectifs de 26,3% et 22% des acquisitions de pétrole brut et de gaz de pétrole. De même, les importations de produits alimentaires, de biens d'équipement et ceux de consommation ont fléchi respectivement de 19,3%, 5,8% et 8,1%. Leurs contributions à la contraction des importations se sont ainsi situées, respectivement à 2, 1,1 et 1,4 points de pourcentage. Les approvisionnements en blé, en sucre, en maïs et en tourteaux se sont, pour leur part, inscrits en baisse de 28,8%, 22,4%, 29,3% et 19,6% respectivement, se chiffrant à 1,1 milliard, 823, 561 et 562 millions de dirhams. Parallèlement, les acquisitions de voitures de tourisme et pièces y afférentes, totalisant respectivement 1,4 milliard et 958 millions de dirhams, ont enregistré des replis de 10,1% et 14,1%. De même, les importations de fer et celles de tubes et tuyaux, ressorties à 485 millions et 125 millions de dirhams ont diminué respectivement de 40,5% et 67,9%.

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



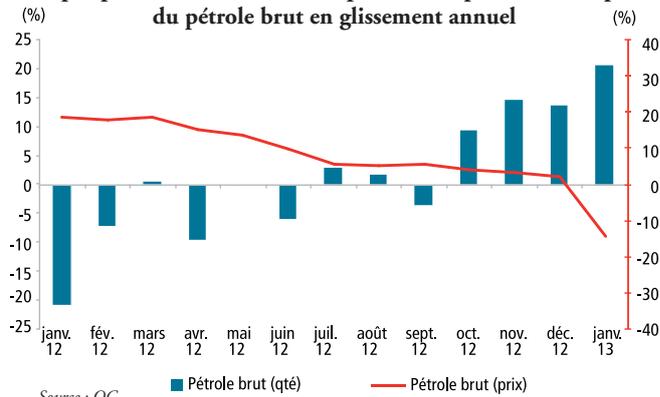
Source : OC.

Graphique 1.13 : Evolution du prix du phosphate, en glissement annuel



Source : OC.

Graphique 1.14 : Evolution des quantités importées et des prix du pétrole brut en glissement annuel



Source : OC.

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

Dans un contexte marqué par une dégradation de l'activité au niveau international, en particulier chez nos principaux pays partenaires et une certaine décélération de la demande intérieure au cours de l'année 2012, l'output gap non agricole se serait situé, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, au dessous de zéro au cours du premier trimestre 2013. Parallèlement, les résultats de l'enquête mensuelle de la Banque indiquent une baisse du taux d'utilisation des capacités de production de 70% en décembre 2012 à 68% en janvier 2013, soit un niveau plus bas que la moyenne historique (72%).

Sur le marché de l'emploi, le taux de chômage s'est établi à 8,7% au quatrième trimestre 2012 contre 8,5% un an auparavant. Sur la même période, les salaires dans le secteur privé ont marqué une nouvelle hausse de près de 3% en termes réels. Ainsi, 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.

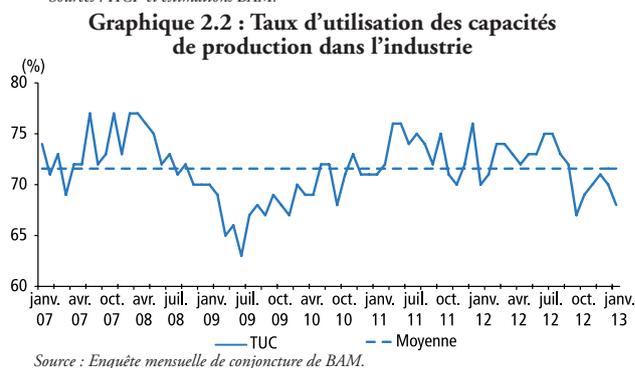
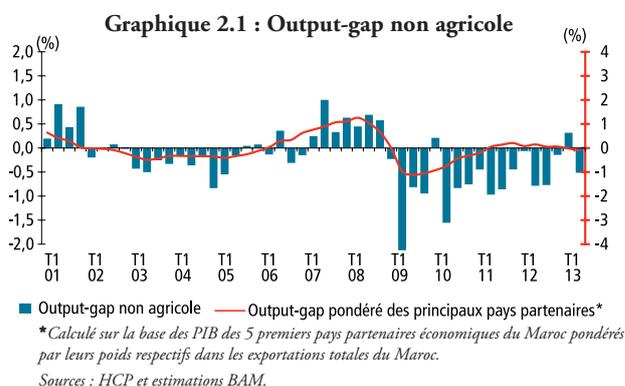
2.1 Tensions sur les capacités de production

Selon les estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap non agricole se serait situé au cours du premier trimestre 2013 à -0,3% après -0,5% en moyenne en 2012, dénotant ainsi de l'absence de tensions significatives émanant de la demande.

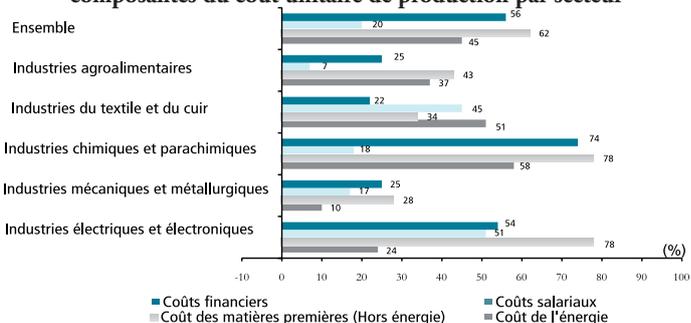
Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC), tel qu'il ressort de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, est revenu de 70% en décembre 2012 à 68% en janvier 2013, contre une moyenne de 72% observée depuis 2007 (Graphique 2.2). Cette diminution du TUC a concerné l'ensemble des branches à l'exception des industries agroalimentaires et des industries électriques et électroniques, pour lesquelles le TUC a légèrement progressé.

Au niveau des coûts, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib révèlent une augmentation du coût unitaire de production au cours du quatrième trimestre 2012, imputable principalement, selon les industriels, au renchérissement des matières premières non énergétiques. Cette situation a concerné l'ensemble des branches, à l'exception des industries du textile et du cuir, pour lesquelles la hausse des cours des matières premières énergétiques a été le principal facteur de progression des coûts (Graphique 2.3).

S'agissant de l'indice de la productivité apparente du travail dans les activités non



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



* Différence entre le pourcentage des entreprises qui déclarent une hausse et le pourcentage de celles qui indiquent une baisse.

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

agricoles, il s'est accru de 4,4% en glissement annuel au cours du quatrième trimestre 2012, au lieu de 3,6% au troisième trimestre. Cette évolution résulte de l'accroissement de l'emploi urbain (0,4%) à un rythme inférieur à celui du PIB non agricole tel qu'estimé par BAM (4,8%).

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du quatrième trimestre 2012, la population active âgée de 15 ans et plus a accusé un recul de 0,8% à 11,5 millions de personnes, recouvrant un repli de 2,4% en zone rurale et une hausse de 0,6% en milieu urbain. Cette évolution s'est traduite par une baisse de 1,1 point de pourcentage du taux d'activité à 48,1% (Tableau 2.1).

En termes de création d'emplois, le quatrième trimestre 2012 a été caractérisé par une perte nette de 115.000 postes d'emplois contre une création nette de 289.000 emplois au cours de la même période de 2011. Cette situation résulte d'une perte de 196.000 emplois non rémunérés et d'une création de 81.000 emplois rémunérés. Au niveau sectoriel, les services ont créé 171.000 postes, tandis que des pertes d'emplois, d'un total de 286.000 postes, ont été observées notamment au niveau des secteurs agricole (191.000), de l'industrie y compris l'artisanat (42.000) et du bâtiment et travaux publics (51.000) (Graphique 2.5).

Dans ces conditions, la population active occupée a diminué au quatrième trimestre 2012 de 1,1% à 10,5 millions d'individus au lieu d'un accroissement de 2,0% un an auparavant. Parallèlement, le taux d'emploi est revenu de 45,1% à 43,9%, résultant d'un recul de 0,6 point en milieu urbain et de 1,9 point en zones rurales (Tableau 2.1).

Au total, le taux de chômage a enregistré un accroissement de 0,2 point en glissement annuel, pour se situer à 8,7%, avec une hausse de 0,2 point à 13,2% en milieu urbain et à 3,6% en milieu rural. Le taux de chômage des jeunes âgés de 15 ans à 24 ans, demeure élevé à 18,1% (Tableau 2.1).

S'agissant de l'évolution récente des coûts salariaux, l'indice des salaires basé sur les

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

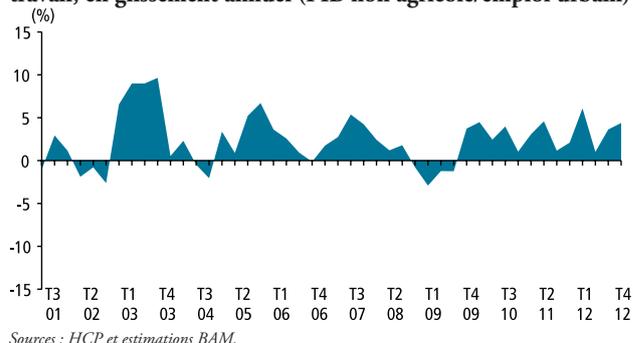


Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels d'activité et de chômage

En milliers/en %	T4 - 2011			T4 - 2012		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Population active et emploi						
Population active ⁽¹⁾	6135	5494	11629	6169	5363	11532
Taux d'activité (en%) ⁽²⁾	43,3	58,2	49,2	42,6	56,4	48,1
Population active occupée	5335	5305	10640	5357	5168	10525
Taux d'emploi (en%) ⁽³⁾	37,6	56,2	45,1	37	54,3	43,9
Chômage						
Population active en chômage	800	189	989	812	195	1007
Taux de chômage (en%) ⁽⁴⁾	13,0	3,4	8,5	13,2	3,6	8,7
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	33,0	8,5	18,3	32,8	8,6	18,1
. 25 - 34 ans	18,3	3,6	12,1	19	3,2	12,4
. 35 - 44 ans	6,5	1,3	4,4	7,2	2,1	5,2
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	5,8	1,9	3,4	6,5	2,0	3,7
. Ayant un diplôme	18,6	10,1	16,7	18,1	10,1	16,2

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

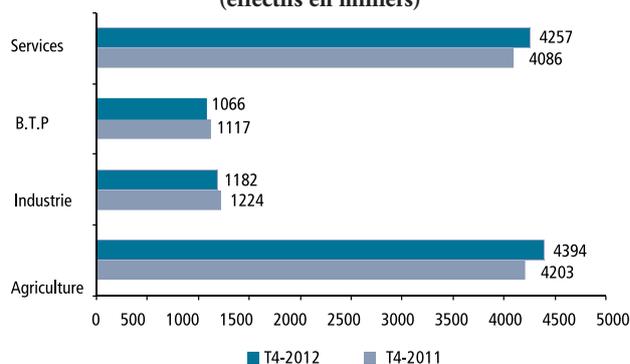
(2) Population active / Population totale

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

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

Source : HCP

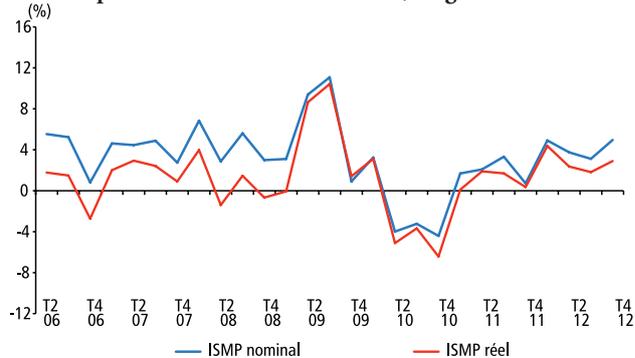
Graphique 2.5 : Evolution de l'emploi selon les secteurs d'activité (effectifs en milliers)



données de la CNSS, a marqué au quatrième trimestre 2012 une hausse de près de 5% en glissement annuel en termes nominaux et de 2,9% en termes réels. Cette évolution semble corroborer les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM du mois de décembre qui indiquent un accroissement des salaires.

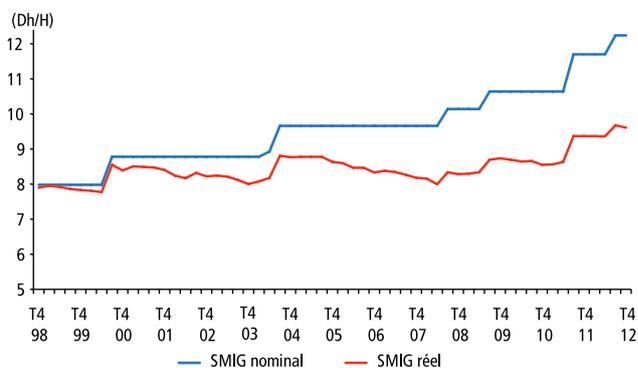
Concernant le SMIG horaire, il a augmenté, en termes nominaux, de 5% en glissement annuel au quatrième trimestre 2012, tandis qu'en termes réels, il a connu une hausse de 3%.

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 calculs BAM.

3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Les dernières données disponibles ne laissent pas entrevoir d'amélioration significative de la conjoncture internationale. Les résultats des comptes nationaux du quatrième trimestre 2012 font ressortir d'une part, un ralentissement marqué de la croissance aux Etats-Unis, soit 1,6% en glissement annuel au lieu de 2,6% un trimestre auparavant, et, d'autre part, une nouvelle baisse de 0,9% du PIB dans la zone euro après celle de 0,6% enregistrée au troisième trimestre. De même, à l'exception de certains pays comme l'Allemagne et, dans une moindre mesure, les Etats-Unis, le marché de l'emploi dans les économies avancées reste caractérisé par un taux de chômage élevé à fin 2012. Durant les deux premiers mois de 2013, l'évolution des indicateurs réels et financiers, sensiblement différenciée selon les pays et marchés, confirme la faible reprise de l'activité. Au niveau des perspectives à court terme, après les révisions à la baisse des prévisions par l'OCDE en novembre 2012 et le FMI en janvier 2013, la Commission Européenne a également revu à la baisse ses projections de croissance en février, notamment pour les pays avancés.

Concernant les marchés des matières premières, les cours continuent d'afficher une certaine volatilité d'un mois à l'autre, mais ressortent globalement en baisse ou en décélération en glissement annuel. Au total, les évolutions ainsi observées ont contribué à la modération de l'inflation au plan international, laissant entrevoir pour l'économie nationale l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine externe au cours des prochains trimestres.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

3.1.1 Conditions financières¹

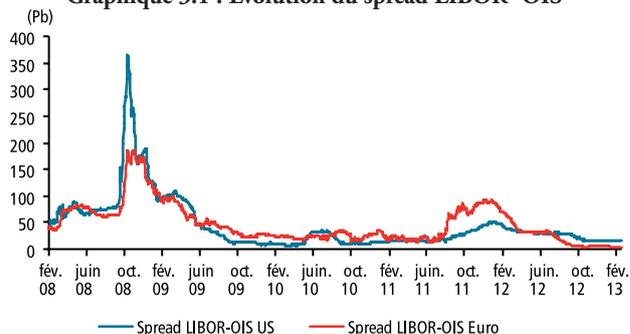
Durant les deux premiers mois de 2013, les conditions financières ont été marquées par des évolutions divergentes selon les compartiments, avec une différence sensible entre les Etats-Unis et la zone euro, notamment en ce qui concerne le crédit et les marchés boursiers.

Sur les marchés monétaires les taux et spreads ont poursuivi leur apaisement, l'Euribor à 3 mois s'étant établi à 0,22% en février au lieu de 0,23% le mois précédent, tandis que le Libor de même échéance a atteint 0,29% contre 0,30%. Pour sa part, le spread Libor-OIS euro a baissé de 4,4 points en janvier à 3,9 points en février 2013 et le spread Libor-OIS dollar a accusé un recul de 16,6 à 15,7 points sur la même période.

Sur les marchés obligataires, le taux souverain à 10 ans a connu une stagnation à 2% aux États-Unis, alors qu'il a été globalement orienté à la hausse pour les pays de la zone euro. Il est ainsi passé de 5,1% à 5,2% pour l'Espagne et de 6,2% à 6,3% pour le Portugal. De même, les taux français et allemand ont augmenté de 10 points de base, atteignant respectivement 2,3% et 1,6%. En Italie, le taux de rendement a

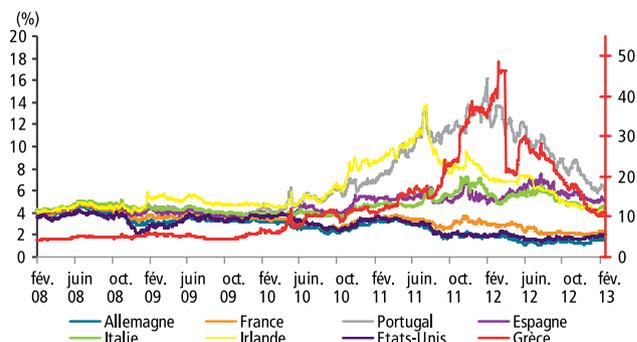
¹ L'observation mensuelle, pour les indicateurs financiers, correspond à la moyenne des observations quotidiennes.

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.

enregistré une légère hausse de 4,2% à 4,5%, tandis que, d'une fin de mois à l'autre, il a considérablement augmenté passant de 4,3% à 4,8%. Cette évolution est en liaison avec les inquiétudes des marchés quant à l'incertitude politique engendrée par l'absence d'une majorité aux dernières élections législatives.

Par ailleurs, la croissance du crédit aux Etats-Unis a été de 5,3% en janvier 2013 en glissement annuel, au lieu de 5,8% un mois auparavant, alors que dans la zone euro, le crédit a diminué de 0,7% en décembre, après 0,8% en novembre.

La divergence dans l'évolution est également sensible au niveau des marchés boursiers. En effet, le Dow Jones a marqué une hausse mensuelle de 2,8% en février, tandis que l'EUROSTOXX50 a enregistré un repli de 2,8%. Concernant les autres indices des économies avancées, le NIKKEI225 a augmenté de 5,2% et le FSTE100 de 2,4%, alors que le CAC40 et le DAX30 ont accusé des baisses respectives de 1,6% et 1,2%. Parallèlement, la volatilité s'est atténuée sur le marché américain, le VIX¹ étant revenu de 13,7 points de base à 13,1 points, alors qu'elle a augmenté sur le marché européen, comme en atteste l'accroissement du VSTOXX² à 18,9 points de base en février au lieu de 16,3 points un mois auparavant. Par ailleurs, le MSCI EM principal indice boursier des économies émergentes a accusé une baisse de 0,8% en février par rapport à janvier.

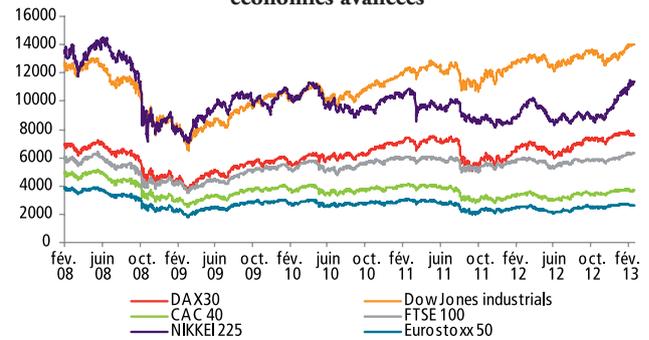
Sur les marchés de change internationaux, l'euro s'est échangé en moyenne à 1,35 dollar en février, soit une appréciation de 1,4%, par rapport au mois précédent. Il s'est également apprécié de 6,7% vis-à-vis du yen japonais et de 3,7% contre la livre sterling.

S'agissant des décisions de politique monétaire, lors de leurs réunions de mars 2013, la BCE et la Banque d'Angleterre ont

¹ Volatility index (VIX) est un indicateur de volatilité du marché financier américain. Il est établi quotidiennement par le Chicago Board Options Exchange (CBOE). Cet indice est calculé comme la moyenne des volatilités sur les options d'achat (call) et les options de vente (put) sur l'indice Standard & Poor's 500 (S & P 500).

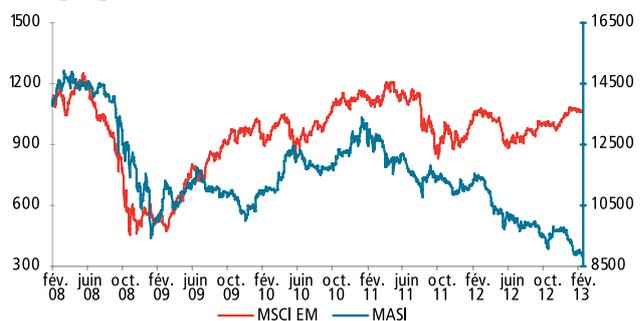
² « VSTOXX index » est un indicateur de volatilité implicite des options sur Euro Stoxx 50 qui est un indice boursier regroupant 50 sociétés selon leur capitalisation boursière au sein de la zone Euro.

Graphique 3.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



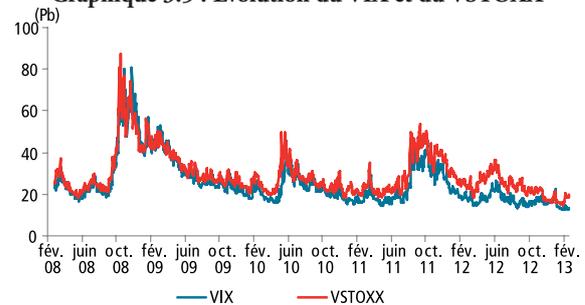
Source : Datastream.

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



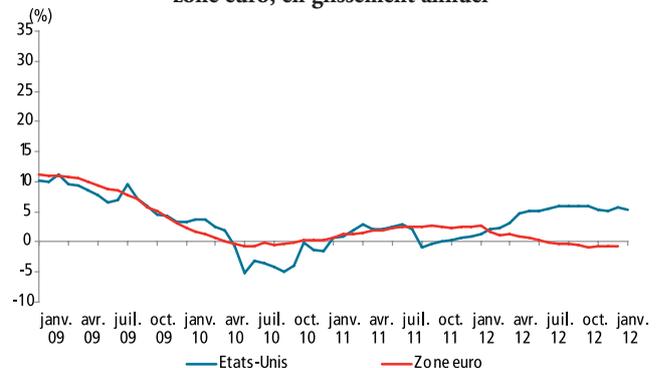
Source : Datastream.

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.

laissé leurs taux directeurs inchangés à 0,75% et 0,5% respectivement. De même, la FED a maintenu son taux directeur dans une fourchette de 0% à 0,25%, tout en annonçant qu'elle le maintiendra à ces niveaux tant que le taux de chômage ne sera pas passé en dessous de 6,5% et que le taux d'inflation ne dépassera pas 2,5% sur un horizon d'un à deux ans.

3.1.2 Activité économique dans le monde

Les comptes nationaux relatifs au quatrième trimestre 2012 dénotent un ralentissement généralisé de la croissance. En effet, la variation du PIB en glissement annuel est passée aux Etats-Unis à 1,6% au quatrième trimestre contre 2,6% un trimestre auparavant, tandis que dans la zone euro le PIB s'est replié de 0,9% en glissement annuel, après 0,6% le trimestre précédent. La croissance en Allemagne est revenue de 0,9% à 0,4%, en raison notamment d'une contreperformance considérable des exportations, alors qu'en France, le PIB s'est contracté de 0,3%, suite au recul des stocks et de l'investissement des entreprises. Au niveau des autres principaux pays partenaires du Maroc, le PIB est ressorti en baisse de 1,9% et 2,7% respectivement en Espagne et en Italie, et a stagné au Royaume-Uni pour le deuxième trimestre consécutif. Au Japon, la croissance a ralenti au quatrième trimestre, s'établissant à 0,1% au lieu de 0,5% un trimestre auparavant.

Au niveau des indicateurs à haute fréquence relatifs au février 2013, l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis s'est accru de 8,4% par rapport au seuil de « stagnation de l'activité », atteignant ainsi 53,2. En revanche, dans la zone euro, l'indice PMI composite et l'indice PMI manufacturier sont ressortis en baisses respectives de 5% et 4,2% par rapport au seuil de 50 points, laissant indiquer une certaine contraction de l'activité.

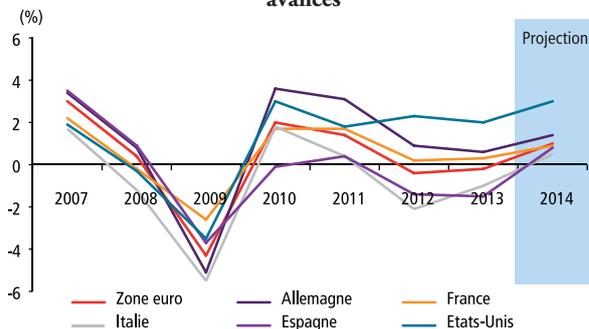
S'agissant des perspectives à court terme, le FMI, dans sa mise à jour de janvier 2013, a de nouveau révisé à la baisse ses projections de croissance. Il a indiqué que la croissance mondiale devrait se situer à 3,5% après 3,2% en 2012, reflétant

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

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

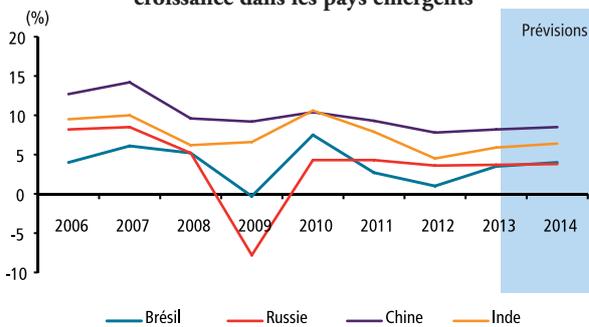
Source : Eurostat.

Graphique 3.7 : Evolution de la croissance dans les pays avancés



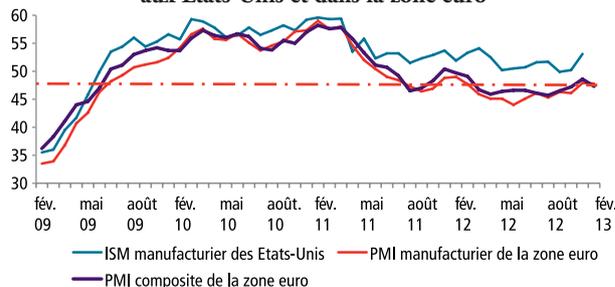
Source : FMI.

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.

une croissance de l'ordre de 1,4% dans les pays avancés et de 5,5% dans les pays émergents et en développement. Par pays, la croissance avoisinerait 2% aux Etats-Unis, 1,2% au Japon et -0,2% dans la zone euro. Par ailleurs, le Fonds a prévu une croissance de l'ordre de 8,2% en Chine, de 5,9% en Inde et de 3,5% au Brésil pour la même année.

Quant à la Commission Européenne, elle table dans ses prévisions de février 2013, sur un redressement plus lent de la croissance mondiale, qui devrait s'établir à 3,2% en 2013 et 3,9% en 2014. Par groupement de pays, la croissance avoisinerait, respectivement en 2013 et 2014, 1,1% et 2,1% dans les économies avancées, et 5,4% et 5,7% dans les pays émergents et en développement.

3.1.3 Marché de l'emploi

A l'exception notable des Etats-Unis et de l'Allemagne où le taux de chômage est revenu respectivement de 9% à 8,1% et de 5,9% à 5,5%, les marchés de l'emploi au plan international ont été globalement marqués par des hausses du chômage entre 2011 et 2012. Ainsi, le taux de chômage est passé de 9,6% à 10,2% en France, de 8,4% à 10,6% en Italie et de 21,7% à 25,1% en Espagne.

Aux Etats-Unis, le taux de chômage est ressorti en baisse à 7,7% en février 2013, après 7,9% en décembre 2012 avec une création de 236 000 nouveaux emplois. Au niveau de la zone euro, les données restent celles de janvier et indiquent une légère hausse du taux de chômage à 11,9% dans la zone euro, après 11,8% le mois précédent. Au niveau des partenaires, il a augmenté en janvier à 10,6%, 11,7% et 26,2% respectivement, en France, en Italie, et en Espagne, après 10,5%, 11,3% et 26,1% un mois auparavant. En revanche, en Allemagne, le taux de chômage est resté stable à 5,3% d'un mois à l'autre.

S'agissant des perspectives, la persistance des incertitudes entourant la croissance devrait continuer à peser sur le marché de l'emploi en 2013. En effet, au même titre que l'OCDE

Tableau 3.2 : Perspectives mondiales de la croissance

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

Source : Commission Européenne février 2013, OCDE novembre 2012, FMI janvier 2013.

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

	2011	2012	déc. 2012	janv. 2013	fév. 2013
Etats-Unis	9,0	8,1	7,8	7,9	7,7
Zone euro	10,2	11,4	11,8	11,9	N.D
France	9,6	10,2	10,5	10,6	N.D
Italie	8,4	10,6	11,3	11,7	N.D
Allemagne	5,9	5,5	5,3	5,3	N.D
Espagne	21,7	25,1	26,1	26,2	N.D
Royaume-Uni	8,0	N.D	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	2013	2014	2013	2014	
Etats-Unis	8,1	7,8	7,5	7,6	7,0	
Zone euro	11,5	11,9	12,0	12,2	12,1	
Allemagne	5,3	5,5	5,6	5,7	5,6	
France	10,5	10,7	10,9	10,7	11,0	
Italie	11,1	11,4	11,8	11,6	12,0	
Espagne	25,1	26,9	26,8	26,9	26,6	
Royaume-Uni	8,1	8,3	8,0	8,0	7,8	

Source : Commission Européenne février 2013, OCDE novembre 2012, FMI octobre 2012.

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



dans le cadre de ses projections de novembre 2012 et le FMI dans le WEO d'octobre dernier, les nouvelles projections de février de la Commission européenne laissent indiquer une hausse quasi généralisée des taux de chômage en 2013, à l'exception des Etats-Unis où il devrait baisser à 7,6%. Dans la zone euro, ce taux augmenterait à 12,2%, avec des niveaux respectifs de 5,7%, 10,7%, 11,6% et 26,9%, en Allemagne, en France, en Italie et en Espagne.

3.2 Prix des matières premières et l'inflation

Depuis le début de l'année, la majorité des cours mondiaux des matières premières reste orientée à la baisse en glissement annuel et ce, en dépit de certaines tensions observées au niveau des prix des produits énergétiques. Les pressions inflationnistes, davantage impactées par la dégradation de la conjoncture et de ses perspectives, ont connu une certaine atténuation au mois de janvier.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

En février 2013, le prix du Brent s'est accru de 4,5% d'un mois à l'autre, atteignant un prix moyen de 117,6 dollars le baril, son plus haut niveau depuis avril 2012. Cette évolution est due, notamment, à la dépréciation du dollar et aux tensions politiques au Moyen-Orient. En revanche, ce prix reste en baisse de 0,7% d'une année à l'autre.

Concernant les perspectives d'évolution pour 2013¹, la Banque mondiale a revu en janvier ses estimations à la baisse de 105,8 à 102 dollars le baril. De même, la prévision du FMI est revenue de 105,1 dollars dans le cadre du WEO d'octobre 2012 à 99,71 dollars le baril dans celui de janvier 2013. En revanche, la Commission Européenne a revu à la hausse ses prévisions du prix du Brent, tablant désormais sur un prix de 113 dollars le baril, en augmentation de 1,7% en 2013 par rapport au niveau observé en 2012, et proche de celui observé sur le marché à terme pour les contrats à échéance 2013 (113,84).

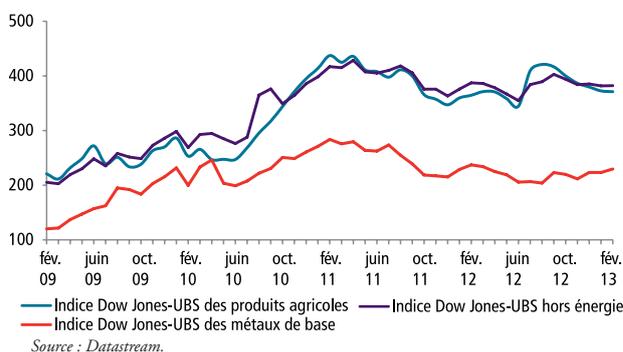
¹ La Banque Mondiale et le FMI formulent leurs prévisions sur la base du prix moyen des trois catégories du pétrole (Brent, WTI, Dubai). Pour sa part la Commission Européenne projette uniquement le prix du Brent.

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

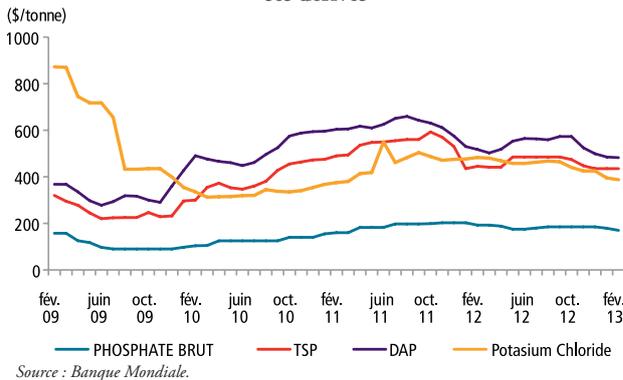
	T1:13	T2:13	T3:13	T4:13	2013	2014	2015
Pétrole	115,53	115,46	113,22	111,22	113,84	106,91	101,19

Données arrêtées au 12 septembre 2012
Source : Bloomberg.

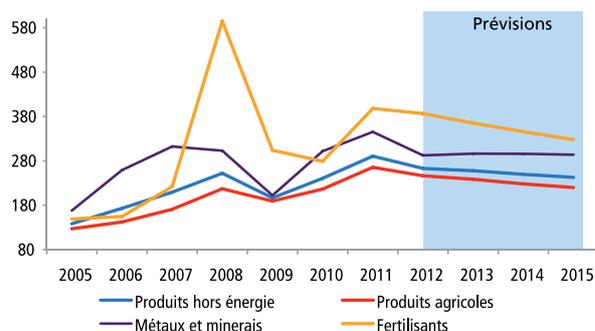
Graphique 3.11 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006=100)



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



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



Source : Banque mondiale.

3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

Les prix des produits hors énergie se sont inscrits, en février 2013, à la baisse en glissement annuel. L'indice Dow Jones y afférent s'est en effet replié de 1,3%, recouvrant un recul de 3,2% de l'indice des prix des métaux de base et une augmentation de 1,8% de celui des produits agricoles.

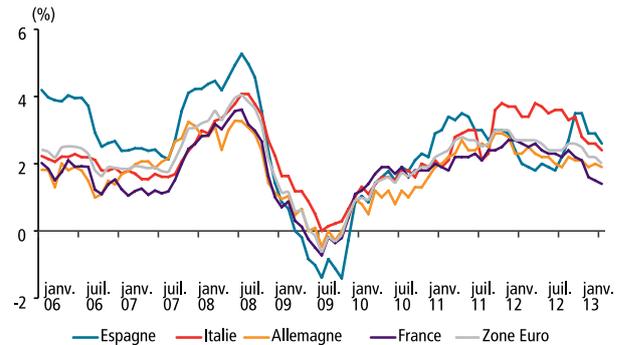
S'agissant du marché mondial du phosphate et dérivés, le cours du brut a poursuivi son recul entamé le mois précédent diminuant ainsi de 5% entre janvier et février 2013. De même, les prix du Chlorure de Potassium et du DAP se sont repliés de 1,9% et 0,6%, respectivement. S'agissant du prix de l'Urée, il a marqué une hausse de 4,6%, d'un mois à l'autre, alors que celui du TSP est resté inchangé à 435 dollars la tonne. En glissement annuel, les cours du Chlorure de Potassium, du Phosphate Brut, du DAP et du TSP sont ressortis en régression de 19,8%, 11,7%, 6,8% et 2,2%, respectivement. En revanche, le cours de l'Urée s'est accru de 7,5% d'une année à l'autre.

3.2.3 Inflation dans le monde

En janvier 2013, l'inflation aux Etats-Unis a légèrement diminué à 1,6% en glissement annuel, enregistrant ainsi son niveau le plus bas depuis six mois. Selon une estimation d'Eurostat, l'inflation aurait diminué dans la zone euro à 1,8% en février après s'être établie à 2% en janvier. Concernant les principaux partenaires du Maroc, l'inflation a stagné en janvier à 2,7% au Royaume-Uni, alors qu'elle a marqué un ralentissement de 1,5% à 1,4% en France, de 2% à 1,9% en Allemagne, de 2,6% à 2,4% en Italie et de 2,9% à 2,6% en Espagne. Dans les pays émergents et en développement, l'inflation a atteint 6,2% au Brésil après 5,8% en décembre 2012, et est revenue en Chine de 2,5% à 2% sur la même période.

En ce qui concerne les perspectives, selon les prévisions de janvier 2013 du FMI, l'inflation atteindrait 6,1% en 2013 et 5,5% en 2014 dans les pays émergents. En revanche, elle devrait

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



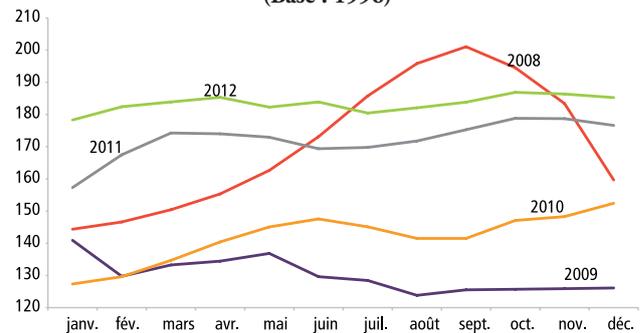
Source : Banque Mondiale.

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

	nov.	déc.	janv.	Prévisions	
	2012	2012	2013	2013	2014
Etats-Unis	1,8	1,7	1,6	1,8	2,2
Zone euro	2,2	2,2	2,0	1,8	1,5
Allemagne	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7
France	1,6	1,5	1,4	1,6	1,5
Espagne	2,9	2,9	2,6	1,7	1,0
Italie	2,6	2,6	2,4	2,0	1,7
Japon	-0,2	-0,1	n.a	0,2	0,4

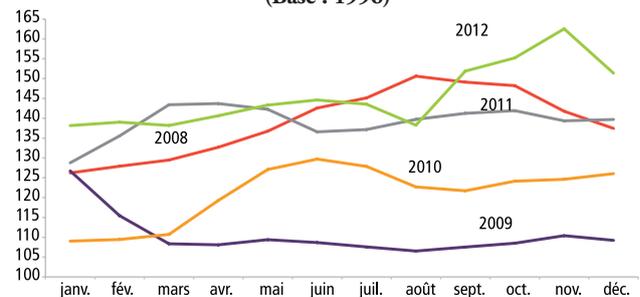
Sources : FMI, Eurostat.

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



Sources : OC et calculs BAM.

Graphique 3.16 : Indice des prix à l'import des demi-produits (Base : 1996)



Sources : OC et calculs BAM.

se limiter à un rythme autour de 1,7% dans les pays avancés. Par ailleurs, selon les dernières prévisions de la Commission Européenne, l'inflation devrait s'établir dans la zone euro à 1,8% en 2013 et à 1,5% en 2014.

3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

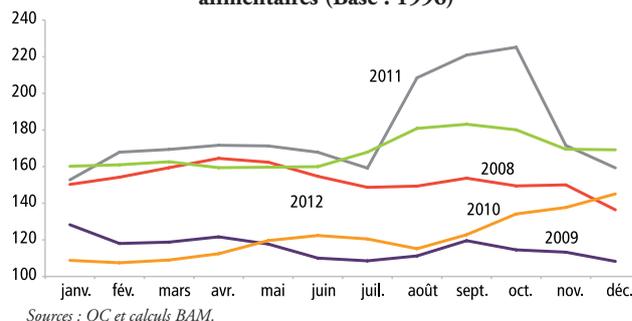
Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a accusé une baisse mensuelle de 0,6% en décembre 2012, après celle de 0,3% un mois auparavant. Par catégorie de produits, l'IPM des demi-produits a diminué de 6,9%, après une hausse de 4,7% en novembre, en liaison avec la régression de 28% du prix unitaire moyen à l'import des fils et barres, atténuée par les augmentations respectives de 1,3% et de 1,1% du prix unitaire moyen des papiers et cartons et des matières plastiques.

De même, l'IPM des produits alimentaires a enregistré un recul de 0,2%, après 5,9% en novembre, sous l'effet notamment de la diminution de 0,8% du prix unitaire moyen à l'importation du maïs.

Pour leur part, l'IPM des produits miniers a connu une baisse de 0,6%, après celle de 6,6% observée le mois précédent. Cette évolution s'explique essentiellement par le repli de 0,4% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

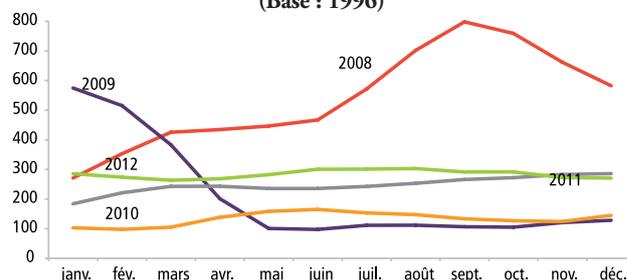
En glissement annuel, l'IPM hors énergie a enregistré un accroissement de 4,9%, contre 15,9% observée une année auparavant. L'IPM des demi-produits s'est, de son côté, inscrit en hausse de 8,4%, suite notamment à l'augmentation de 8% du prix unitaire moyen à l'importation des matières plastiques. Parallèlement, l'IPM des produits alimentaires a crû de 6,2%, consécutivement à la progression de 20,9% du prix unitaire moyen à l'importation du blé. Alors que, l'IPM des produits miniers a accusé une baisse de 5,3%, liée au recul de 14,1% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

Graphique 3.17 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base : 1996)



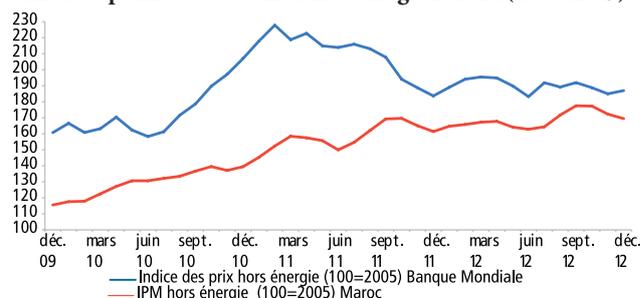
Sources : OC et calculs BAM.

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



Sources : OC et calculs BAM.

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



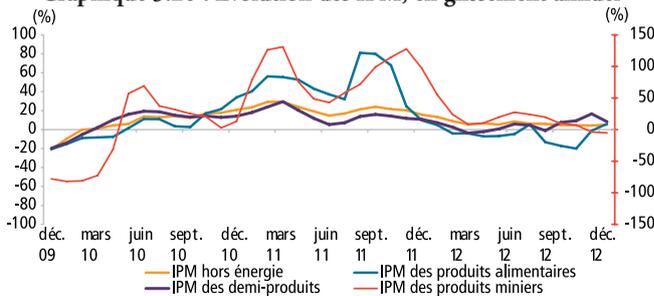
Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM.

Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	oct. 12	nov. 12	déc. 12	oct. 12	nov. 12	déc. 12
IPM hors énergie	1,7	-0,3	-0,6	4,5	4,3	4,9
IPM alimentaires	-1,7	-5,9	-0,2	-20,0	-1,2	6,2
IPM demi-produits	2,2	4,7	-6,9	9,4	16,6	8,4
IPM miniers	0,1	-6,6	-0,6	7,2	-3,7	-5,3

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

Graphique 3.20 : Evolution des IPM, en glissement annuel



Sources : OC et calculs BAM.

4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les données les plus récentes relatives au mois de janvier 2013 montrent une poursuite du ralentissement des rythmes de croissance annuelle des agrégats de monnaie et de crédit, ainsi que le maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. C'est ainsi que le taux de progression de l'agrégat M3 est revenu, en glissement annuel, de 3,8% au quatrième trimestre 2012 à 2,4% en janvier 2013, reflétant la décélération du crédit bancaire et la baisse des avoirs extérieurs nets. S'agissant plus particulièrement du crédit bancaire, il s'est accru de 3,2% au lieu de 5,2% au trimestre précédent, traduisant principalement un ralentissement des rythmes d'accroissement des facilités de trésorerie à 6,4% et une contraction de 1,9% des crédits à l'équipement. Pour l'année 2013, les prévisions de la Banque font ressortir, en l'état actuel des données, une croissance du crédit bancaire devant se situer dans une fourchette allant de 5% à 6%. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques au titre du quatrième trimestre 2012, indiquent une baisse de 15 points de base du taux moyen pondéré, en relation avec la contraction des taux appliqués sur les facilités de trésorerie. Quant au taux de change effectif du dirham, il s'est apprécié de 0,39% en termes nominaux, au quatrième trimestre par rapport au trimestre écoulé, et de 0,31% en termes réels, en raison d'un différentiel d'inflation légèrement en faveur du Maroc. Pour ce qui est du marché de l'immobilier, les prix des actifs immobiliers ont stagné d'un trimestre à l'autre, alors qu'en glissement annuel, ils se sont accrus de 0,9% après 0,5% un trimestre auparavant.

Globalement, les évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs, en particulier immobiliers, laissent indiquer l'absence à moyen terme de pressions inflationnistes d'origine monétaire et financière.

4.1 Conditions monétaires

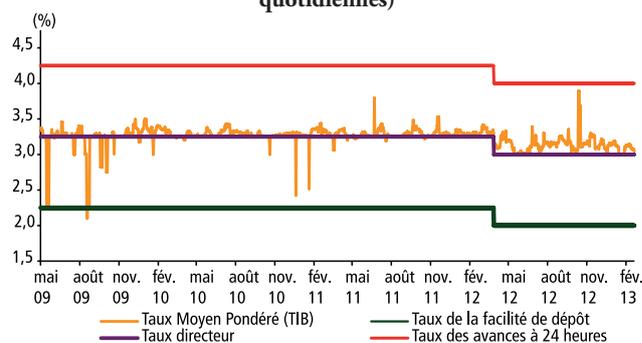
4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte caractérisé par une balance des risques équilibrée et une prévision centrale de l'inflation en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé, lors de sa dernière réunion du 18 décembre 2012, 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 au cours de janvier et février 2013, soit une baisse de 8 points de base par rapport au quatrième trimestre de l'année 2012.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court, moyen et long termes, émis sur le marché primaire, ont enregistré en janvier 2013 des hausses allant jusqu'à 50 points de base par rapport au trimestre précédent. La même évolution a été constatée au niveau des différentes maturités sur le marché secondaire.

Pour ce qui est des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a augmenté de 14 points de base entre le quatrième trimestre 2012 et janvier 2013, s'établissant à 3,89%. Cette évolution recouvre une progression de 21 points de base du taux assortissant les dépôts à un an et une diminution de 2 points de base de celui des dépôts à 6 mois.

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



Source : BAM.

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

	2011			2012				janv. 13
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
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	3,30	3,34	3,42	3,21	3,31	3,40	3,90
26 semaines	-	3,33	3,33	3,55	3,39	3,42	3,57	4,06
52 semaines	3,45	3,46	3,49	3,65	3,53	3,74	3,84	4,14
2 ans	3,61	3,61	3,71	3,88	3,71	3,93	4,24	4,57
5 ans	3,84	3,85	3,91	4,05	4,00	4,32	4,52	4,75
10 ans	4,12	4,13	4,20	4,32	4,29	4,51	4,84	-
15 ans	4,33	4,34	4,45	4,46	4,52	4,74	5,08	5,38
20 ans	4,42	-	-	-	-	5,01	-	-

Source : BAM.

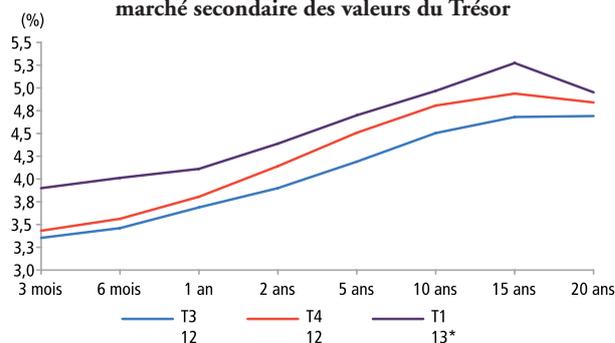
S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le quatrième trimestre 2012, indique une réduction de 15 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, revenant à 6,2%, attribuable à la contraction des taux appliqués sur les crédits de trésorerie.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

Le rythme de croissance de la masse monétaire a poursuivi sa décélération en janvier 2013, revenant à 2,4% en glissement annuel, après 3,8% en moyenne au quatrième trimestre 2012. En conséquence, l'excédent monétaire s'est maintenu à un niveau négatif, confirmant ainsi l'absence à moyen terme de pressions inflationnistes, émanant de la sphère monétaire.

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



*L'observation du premier trimestre 2013 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er janvier au 21 février 2013.
Source : BAM.

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2011			2012			janv. 13	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3		T4
6 mois	3,34	3,33	3,35	3,49	3,43	3,49	3,55	3,49
12 mois	3,72	3,78	3,74	3,84	3,83	3,83	3,84	4,08
Moyenne pondérée	3,55	3,63	3,59	3,68	3,69	3,71	3,73	3,89

Source : BAM.

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

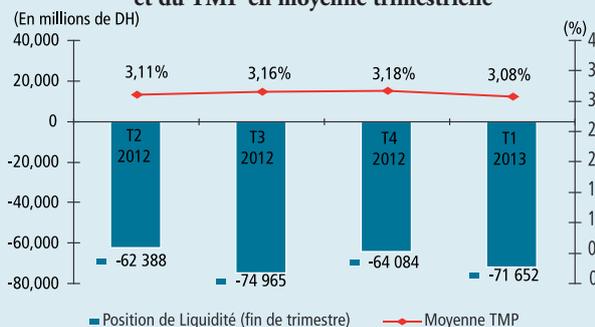
Au cours du quatrième trimestre de l'année 2012, l'insuffisance de liquidité bancaire s'est sensiblement résorbée de 10,9 milliards de dirhams par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 75 milliards à 64,1 milliards de dirhams) en raison principalement de l'encaissement par le Trésor de près de 12,6 milliards, contre valeur en dirham de l'émission en dollar opérée sur les marchés internationaux ainsi que par l'injection structurelle de liquidité (1,6 milliard de dirhams) issue de la baisse du ratio de la réserve obligatoire de 4,43%^(*) à 4%.

En effet, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont fortement contribué à l'amélioration des conditions de liquidité de 17,3 milliards de dirhams du fait de la différence entre :

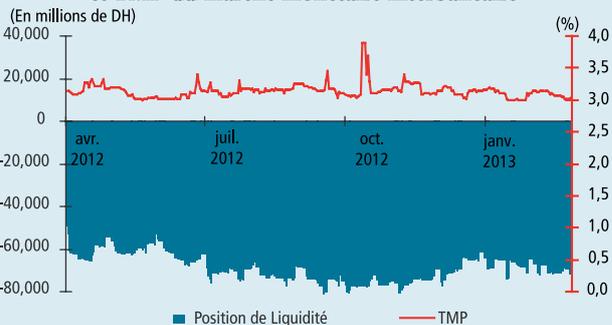
- d'une part, l'accélération du rythme d'exécution de la loi de finance en fin d'année, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (30,2 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16,1 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (13,4 milliards de dirhams).
- et d'autre part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (22,2 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales.

En revanche, les opérations en devises ont induit une ponction de liquidité de 7,1 milliards de dirhams suite au maintien du rythme accéléré des achats de devises par les banques commerciales auprès de Bank Al-Maghrib (14,2 milliards de dirhams), partiellement compensé par le reflux de billets de banque étrangers qui a atteint 7,1 milliards de dirhams. En outre, les retraits nets de la monnaie fiduciaire ont atteint 2,8 milliards de dirhams en raison de l'avènement d'Aïd Al-Adha durant cette période.

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



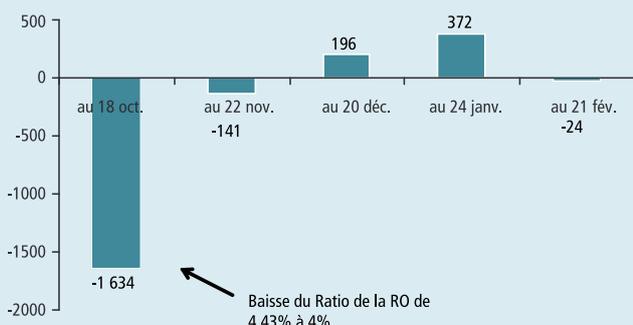
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité¹ et TMP du marché monétaire interbancaire



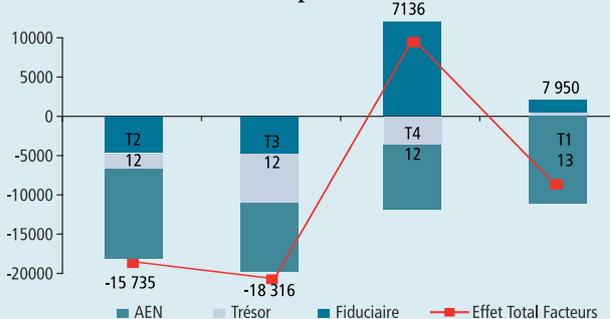
¹ Position de Liquidité = Solde des Banques – Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib +/- Interventions du Trésor sur le marché monétaire.

* Suite à la décision du conseil de Bank Al-Maghrib du 25 septembre 2012, d'abaisser de 2 points de pourcentage le ratio de la réserve obligatoire, pour le ramener à 4% à compter du 26 septembre 2012, le coefficient pondéré de la réserve monétaire qui a été appliqué pour la période d'observation transitoire allant du 20 septembre au 17 octobre 2012 est de 4,43%.

Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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



Durant le premier trimestre de l'année 2013⁽²⁾, le déficit de liquidité bancaire s'est creusé de 7,6 milliards de dirhams par rapport au trimestre précédent pour atteindre 71,7 milliards de dirhams en raison de l'incidence restrictive des opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire).

En effet, ces opérations ont été à l'origine d'une ponction de liquidité de 9,4 milliards de dirhams: l'effet restrictif lié aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (32,3 milliards de dirhams) et à l'encaissement du 4^{ème} acompte de l'IS au titre de l'année 2012, n'a été que partiellement compensé par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (23,2 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (5,8 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (5,2 milliards de dirhams).

En revanche, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une injection de liquidité de 1,4 milliard de dirhams en raison des cessions de billets de banque étrangers (3,2 milliards de dirhams) qui n'ont été que partiellement compensées par les achats de devises par les banques commerciales qui se sont limités à 1,4 milliard de dirhams. Les opérations fiduciaires, quant à elles, ont été sans incidence sur les trésoreries bancaires.

L'encours des placements du Trésor sur le marché monétaire s'est maintenu au même niveau que celui enregistré durant le dernier trimestre de l'année écoulée, soit à 1,5 milliard de dirhams en moyenne quotidienne.

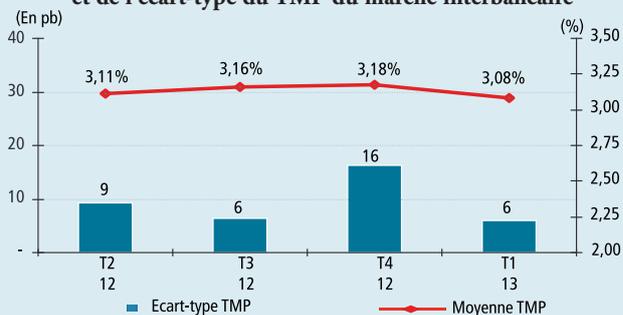
En vue de combler le déficit de liquidité des banques, Bank Al-Maghib est intervenue majoritairement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 50,1 milliards de dirhams contre près de 56 milliards de dirhams le trimestre précédent.

Bank Al-Maghib a également maintenu l'encours de ses opérations de refinancement à 3 mois à 17,4 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en baisse à 3,08% en moyenne durant le trimestre en cours contre 3,18% en T4 2012. De même sa volatilité a sensiblement baissé, se limitant à 6 points de base, contre 16 points de base le trimestre précédent.

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



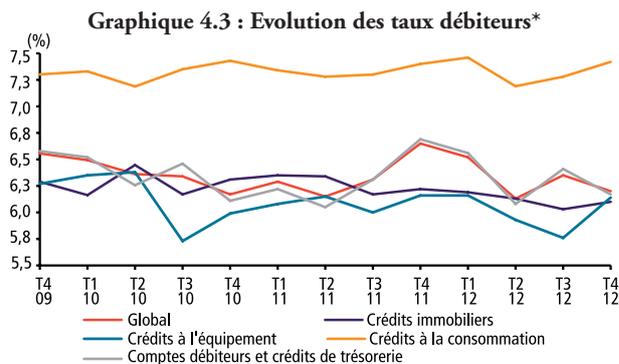
Graphique E 4.1.6 : Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire



² Période allant du 1^{er} janvier au 26 février 2013.

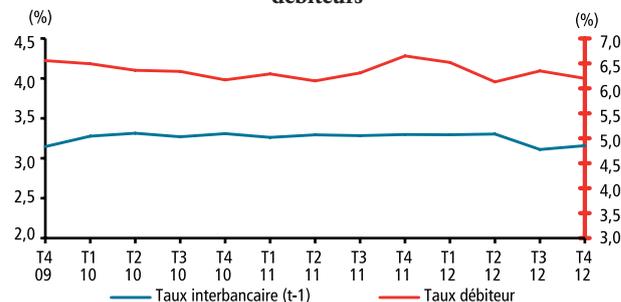
Cette évolution, qui continue de traduire la baisse des avoirs extérieurs nets et le ralentissement du crédit bancaire, recouvre des évolutions différenciées selon les principales composantes de l'agrégat M3. Ainsi, la monnaie fiduciaire a enregistré un repli mensuel de 0,4%, situant sa progression annuelle à 3,4% en janvier, après celle de 4,5% au quatrième trimestre 2012. Suite à l'ajustement à la baisse des dépôts à vue auprès des banques et de la Trésorerie Générale du Royaume, la monnaie scripturale s'est, pour sa part, contractée de 3,6% d'un mois à l'autre et s'est accrue de 2,8% en glissement annuel, après 4,6% au trimestre précédent. En parallèle, les dépôts à terme, s'inscrivant dans la tendance baissière entamée en novembre 2011, ont connu une diminution annuelle de 1,7%. Quant à l'encours des titres des OPCVM monétaires, il s'est établi en janvier à un niveau inférieur de 12,8% par rapport à celui observé un an auparavant. Concernant les placements à vue, ils ont augmenté de 8,4% en glissement annuel, soit un rythme quasi identique à celui constaté au trimestre précédent.

Par agent économique, la décélération du rythme d'accroissement des dépôts résulte principalement de la baisse de 8,3% des avoirs des sociétés non financières privées, après une diminution de 5,8% enregistrée au trimestre précédent. Ces derniers ont ainsi contribué négativement, à hauteur de 1,5 point de pourcentage à la hausse des dépôts. En revanche, et après une tendance baissière observée durant plusieurs trimestres, les avoirs des sociétés financières se sont accrus de 2,3% en glissement annuel, participant ainsi à hauteur de 0,1 point à la croissance des dépôts. De même, les dépôts du secteur public se sont renforcés de 26%, après 20% en moyenne au trimestre précédent, avec une contribution de 0,7 point de pourcentage à la hausse des dépôts. Quant aux dépôts des ménages, ils ont augmenté de 5,3%, soit un rythme comparable à celui observé au trimestre précédent, avec une contribution de l'ordre de 3,9 points.



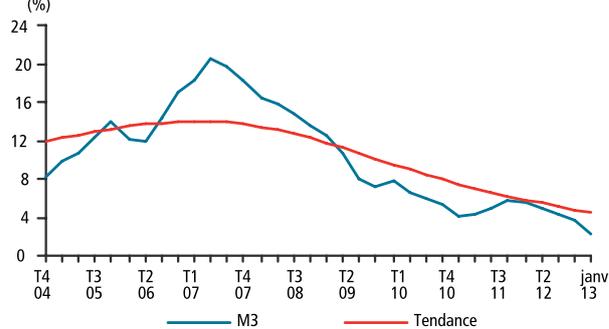
* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL-MAGHRIB)..

Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



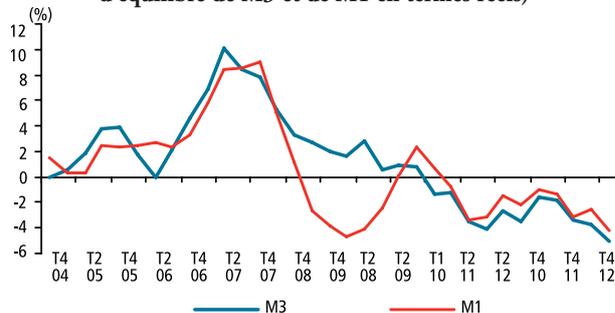
Source : BAM.

Graphique 4.5 : Evolution annuelle de M3 et sa tendance



Source : BAM.

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



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

Source : BAM.

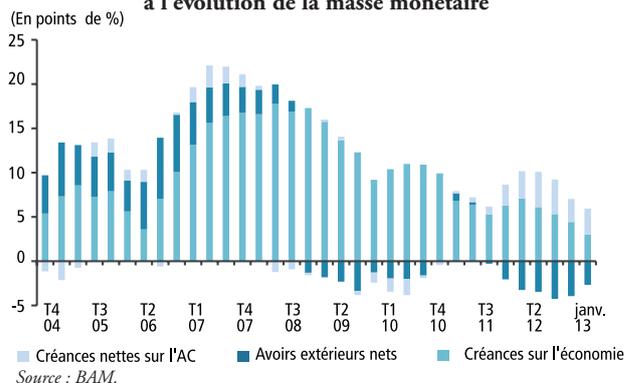
Crédit

Les dernières données disponibles montrent la poursuite du ralentissement du rythme de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est établi à 3,2% en janvier 2013, après 5,2% au quatrième trimestre 2012 et 6,9% en moyenne durant l'année écoulée.

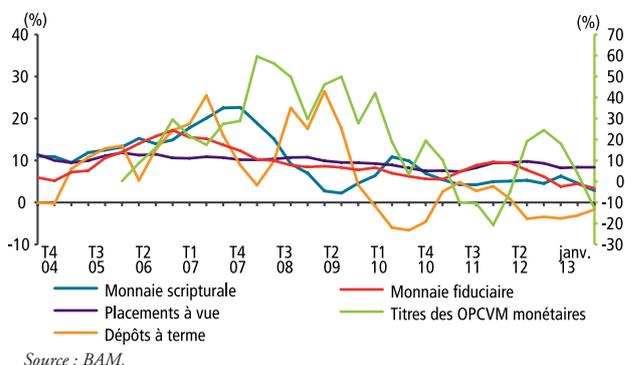
Par objet économique, ce ralentissement a été quasiment généralisé à l'ensemble des composantes du crédit bancaire. Ainsi, le taux de croissance annuel des facilités de trésorerie a décéléré de 9,5% au quatrième trimestre 2012 à 6,4% en janvier 2013. Dans le même temps, les crédits à l'équipement se sont contractés de 1,9% en glissement annuel, après une baisse de 1,3% au quatrième trimestre 2012. Pour ce qui est du rythme de progression des crédits à l'immobilier, il est resté inchangé par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente, à 5,8%, recouvrant à la fois une augmentation de 10,2% des crédits à l'habitat et un recul de 4,6% des prêts aux promoteurs. Parallèlement, les crédits à la consommation ont enregistré une hausse mensuelle de 0,2% et leur taux d'accroissement en glissement annuel s'est inscrit en décélération, s'établissant à 9,2% en janvier, après 10,3% au quatrième trimestre 2012. Pour leur part, les créances diverses sur la clientèle ont accusé une baisse annuelle de 3,9%. S'agissant des créances en souffrance, elles ont progressé de 6,7% en glissement annuel en janvier, après 8,3% au dernier trimestre de l'année 2012.

La ventilation par agent économique du crédit bancaire fait ressortir une décélération du rythme annuel de croissance des prêts destinés au secteur public, une baisse des crédits octroyés aux autres sociétés financières et une augmentation des prêts accordés au secteur privé. En effet, les concours destinés au secteur public ont vu leur taux d'accroissement annuel décélérer à 10,6% en janvier, après 27,4% au quatrième trimestre 2012. Pour ce qui est des prêts accordés aux autres sociétés financières, ils ont diminué de 11% en janvier 2013, en rythme

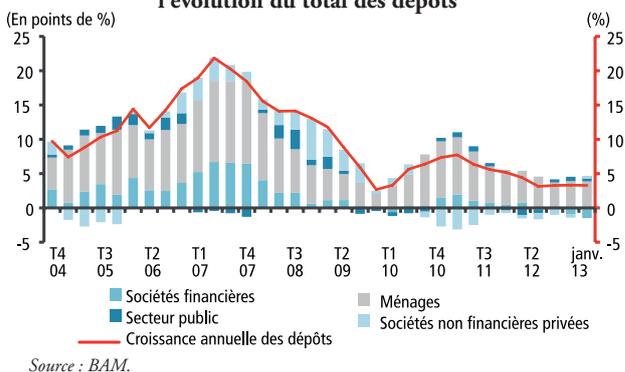
Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à l'évolution de la masse monétaire



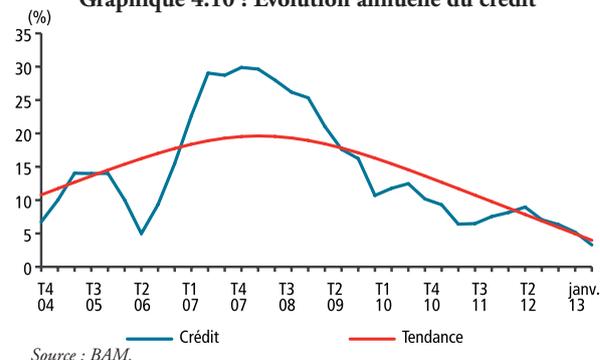
Graphique 4.8 : Evolution annuelle des composantes de M3



Graphique 4.9 : Contributions des secteurs institutionnels à l'évolution du total des dépôts



Graphique 4.10 : Evolution annuelle du crédit



annuel, contre un repli de 0,9% en moyenne au quatrième trimestre, alors que les prêts accordés au secteur privé ont enregistré une progression annuelle de 5,1% en janvier. Cette évolution recouvre une légère accélération du rythme d'accroissement annuel des concours aux sociétés non financières et une quasi-stagnation de celui des prêts accordés aux ménages qui ont crû de 7,4% en janvier, en glissement annuel. L'évolution des concours aux ménages reflète le maintien du rythme de progression des prêts accordés aux particuliers et MRE autour de 8,4% et le recul de 4% à 3,2% de celui des crédits destinés aux entreprises individuelles. Parallèlement, les crédits aux sociétés non financières se sont accrus de 3,9% en janvier, après 3,4% au dernier trimestre de l'année 2012.

Autres sources de création monétaire

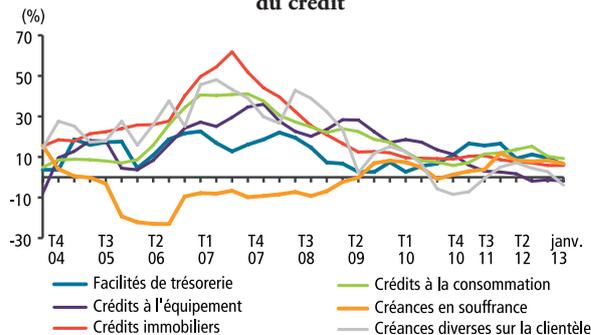
En janvier 2013, les avoirs extérieurs nets ont connu une diminution de 15,4% en glissement annuel, après celle de 21,4% au quatrième trimestre 2012, s'inscrivant ainsi dans la tendance baissière observée depuis août 2011. Cette évolution traduit la contraction des avoirs extérieurs nets tant de Bank Al-Maghrib que des autres institutions de dépôts.

Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, elles ont augmenté, en glissement annuel, de 23,3% en janvier au lieu de 23,9% le trimestre précédent, reflétant essentiellement la décélération du rythme d'accroissement des créances nettes des autres institutions de dépôts, à 23,4%.

Placements liquides

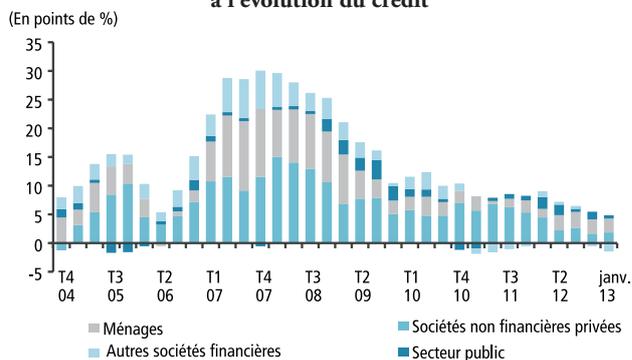
En janvier 2013, les agrégats de placements liquides ont enregistré une hausse de 6,9% en glissement annuel, contre 5,2% au trimestre précédent, en relation essentiellement avec l'accélération du rythme de progression de l'agrégat PL1. Ce dernier s'est accru de 11,9%, après 9,6% au quatrième trimestre 2012, en liaison principalement avec l'augmentation de 11,4% des bons du Trésor négociables. Parallèlement, les titres des OPCVM obligataires,

Graphique 4.11 : Evolution annuelle des différentes catégories du crédit



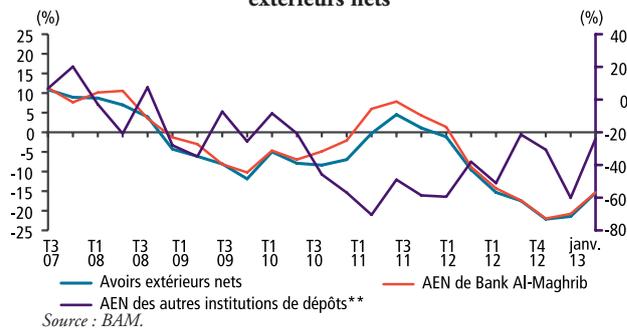
Source : BAM.

Graphique 4.12 : Contribution des secteurs institutionnels à l'évolution du crédit



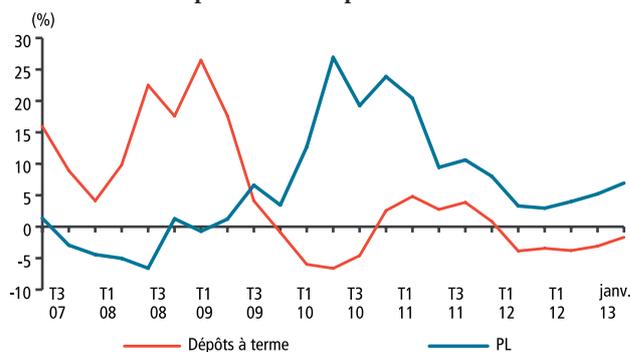
Source : BAM.

Graphique 4.13 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets



Source : BAM.

Graphique 4.14 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



Source : BAM.

qui constituent l'agrégat PL2, ont augmenté de 2,4% contre 1,1% un trimestre auparavant, sous l'effet de la hausse de la demande portant sur cette catégorie de placements.

S'agissant des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils ont reculé de 13,7% en glissement annuel, après un repli de 11,3% constaté au trimestre écoulé, en relation avec la baisse des cours sur la bourse de Casablanca.

Taux de change

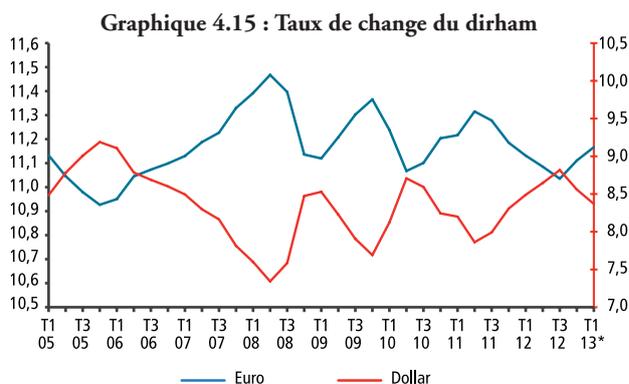
Au terme du quatrième trimestre de l'année 2012 et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est dépréciée de 0,68% par rapport à l'euro. En revanche, elle s'est appréciée respectivement de 3%, de 1,32% et de 6,43% vis-à-vis du dollar américain, de la livre sterling et du yen japonais. Au cours des mois de janvier et février 2013, le dirham s'est déprécié, en moyenne, de 0,5% contre l'euro et s'est apprécié de 2,28%, de 4,2% et de 14,66%, respectivement, à l'égard du dollar, de la livre sterling et du yen japonais.

Pour sa part, le taux de change effectif du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est apprécié de 0,39% en termes nominaux au quatrième trimestre 2012. En termes réels, l'appréciation de la monnaie nationale ressort à 0,31%, en raison d'un différentiel d'inflation légèrement en faveur du Maroc.

4.2 Prix des actifs

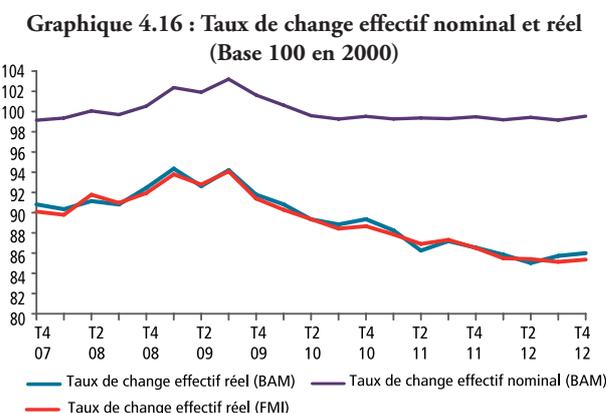
4.2.1 Actifs immobiliers

Au cours du quatrième trimestre 2012, les prix des actifs immobiliers ont stagné d'un trimestre à l'autre, recouvrant une baisse de 1,2% des prix des biens résidentiels et de 0,7% de ceux commerciaux, et un accroissement de 2,6% des actifs fonciers. En glissement annuel, ces prix se sont accrus de 0,9% après 0,5% un trimestre auparavant. Cette évolution reflète une quasi-

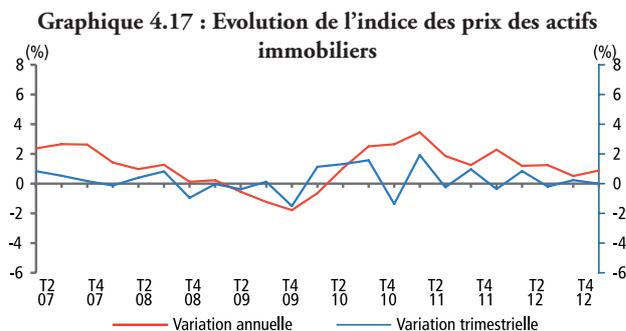


* L'observation du premier trimestre 2013 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} janvier au 22 février 2013.

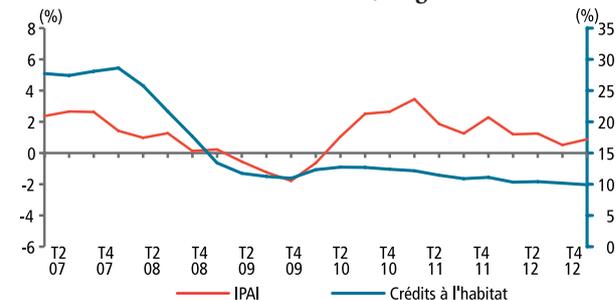
Source : BAM.



Source : FMI et Calculs de BAM.



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



* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière

Source : BAM et ANCFCC.

stabilité des prix des biens résidentiels, une augmentation de 3,2% des actifs fonciers et une diminution de 1,8% pour les commerciaux.

Les transactions portant sur les biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC, arrêtées 35 jours après la fin du quatrième trimestre, ont progressé de 7,2% d'un trimestre à l'autre, alors qu'en glissement annuel, elles ont connu une quasi-stabilité, se situant à 27 425.

S'agissant de la structure des ventes, les biens résidentiels constituent près de 68% de l'ensemble des ventes de biens immobiliers, avec la prédominance des appartements. Quant aux terrains urbains, ils représentent près de 25,2% des transactions, alors que celles des biens commerciaux représentent 7%.

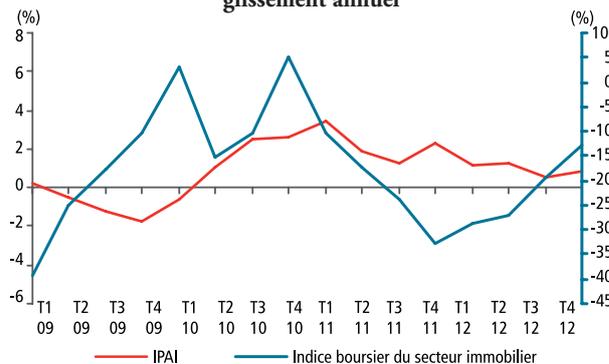
Les concours à l'habitat se sont accrus de 9,9% en glissement annuel, soit un rythme proche de celui enregistré le trimestre précédent (10,2%), se chiffrant ainsi à 149,7 milliards de dirhams au quatrième trimestre.

4.2.2 Cours des actions

S'inscrivant dans une tendance baissière depuis 2011, le MASI s'est déprécié, en glissement trimestriel, de 1,2% après 5,8% le trimestre précédent. En 2012, la contre-performance a ainsi atteint 15,1%, contre 12,8% en 2011. Les dernières données disponibles à fin février 2013 indiquent également la poursuite du mouvement baissier du MASI, avec une diminution de 5,6% depuis le début de l'année et de 22,5% comparativement à la même période de l'année précédente. De même, après un fléchissement de 12,7% en 2012, l'indice du secteur immobilier s'est replié en février de 7,1% depuis le début de l'année et de 22,4% en glissement annuel.

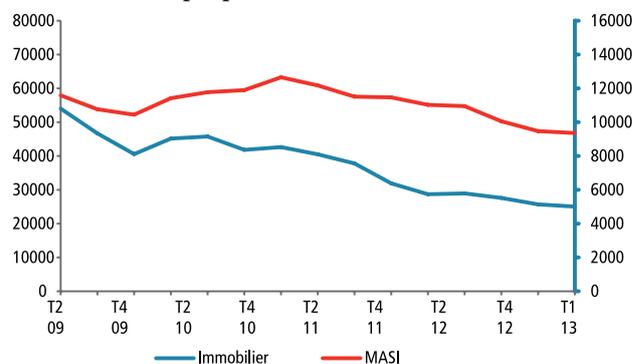
Pour ce qui est des autres indices sectoriels, les augmentations ont varié de 1,6% pour le secteur minier à 5,2% pour celui des boissons, alors que des baisses ont été enregistrées allant de 3,7% pour le secteur des loisirs et hôtels à 19,3% pour celui des bâtiments et matériaux de construction.

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



Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca.

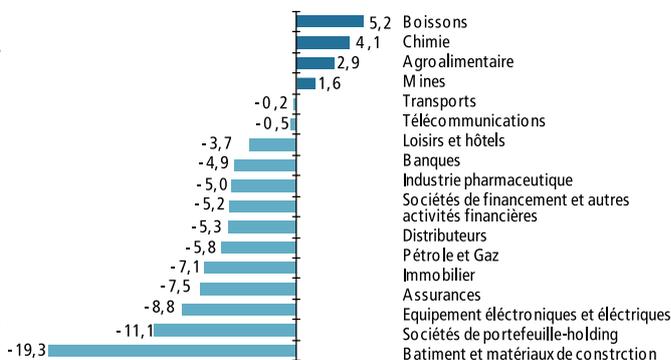
Graphique 4.20 : Indices boursiers*



* Données arrêtées le 22 février 2013

Source : Bourse de Casablanca.

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



* Données arrêtées le 22 février 2013

Source : Bourse de Casablanca.

Parallèlement, les opérations d'augmentation de capital, survenues durant le quatrième trimestre 2012, ont compensé l'effet du recul des cours boursiers, induisant une quasi-stabilité de la capitalisation à 445,3 milliards de dirhams. A fin février 2013, elle reste, en revanche, à 5,2% depuis le début de l'année et à 20,4% par rapport à février de l'année écoulée.

Dans ce contexte, les indicateurs de valorisation de la place de Casablanca, notamment le Price Earning Ratio¹ (PER) et le Price to Book Ratio² (PB), ont reculé respectivement à 14,6 et à 2,2 en février 2013, au lieu de 15,1 et de 2,3 en décembre 2012.

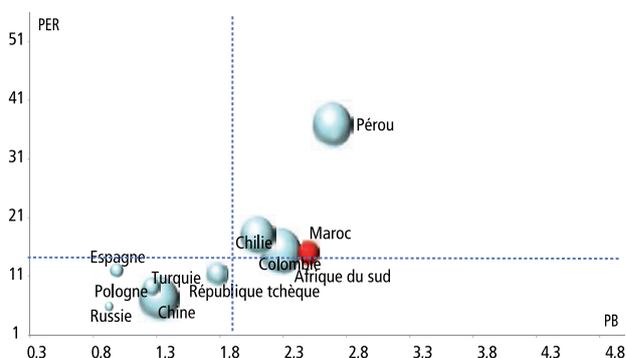
S'agissant du volume mensuel moyen des transactions au cours du quatrième trimestre, il s'est établi à 7,9 milliards de dirhams, contre 3,5 milliards le trimestre précédent, en liaison avec les opérations de réallocation de portefeuille observées en fin d'année. Depuis le début de l'année 2013, il a avoisiné 5,8 milliards, réalisés pour plus de la moitié sur le marché actions, alors qu'il n'avait totalisé que 3,6 milliards au même trimestre de l'année précédente.

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T3:11	T4:11	T1:12	T2:12	T3:12	T4:12	févr-13
PER							
Argentine	9,8	8,5	9	7,2	7,1	7,7	9,6
Chine	8,4	7,5	9	7,1	7,1	8,2	8,8
Mexique	12,5	13,5	17,7	16,6	18,4	20	20,4
Turquie	10,2	10,1	11,2	9,5	11,2	11,9	12
Maroc	16,9	16,3	15,1	14,2	14,9	15,1	14,6
PB							
Argentine	2,2	1,8	1,82	1,3	1,27	1,39	1,72
Chine	1,4	1,3	1,6	1,32	1,32	1,59	1,7
Mexique	2,4	2,5	2,7	2,63	2,76	3,1	3,17
Turquie	1,5	1,5	1,62	1,52	1,79	1,99	2,01
Maroc	3,9	3,1	3,1	2,9	2,5	2,32	2,24

Sources : Datastream, CFG.

Graphique 4.22 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents(*) au quatrième trimestre 2012



(*) La taille des bulles est fonction du ratio capitalisation boursière/ PIB
 Source: Datastream, CFG, et calculs Bank Al Maghrib.

1 PER : est le rapport entre le cours en bourse d'une entreprise et le bénéfice net par action.

2 PB : 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 en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), est ressortie à 2,6% en décembre et janvier, après 1,6% en novembre, avec une moyenne de 2,0% au quatrième trimestre 2012. Abstraction faite des produits alimentaires volatils et des produits à prix réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) est restée modérée, s'établissant à 0,9% au quatrième trimestre 2012 et en janvier 2013. Son évolution reflète des rythmes faibles aussi bien de l'inflation des biens échangeables, en liaison avec le reflux des tensions inflationnistes dans les pays partenaires, que de celle des non échangeables, dans un contexte de modération des pressions émanant de la demande intérieure. Par ailleurs, le ralentissement antérieur de la hausse des cours mondiaux des matières premières, notamment des produits énergétiques et alimentaires, continue de se faire ressentir au niveau des prix à la production industrielle, dont la hausse en glissement annuel est revenue de 1,7% en décembre à 0,6% en janvier.

5.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie en moyenne à 1,2% sur les onze premiers mois de l'année 2012, l'inflation a augmenté à 2,6% en décembre et en janvier 2013. Cette évolution s'explique principalement par la hausse importante des prix de la composante « produits alimentaires volatils », passée de 3,6% en novembre à 11,7% en décembre et à 10,7% en janvier (Tableau 5.1). Les hausses les plus importantes ont été observées au niveau des rubriques « légumes frais » et « volaille et lapin », avec des rythmes respectifs de 11,5% et 17,4% en janvier, après 26,1% et 5,2% en décembre 2012.

Quant aux tarifs des produits réglementés, ils sont demeurés quasi-stables depuis le relèvement des prix des carburants à la pompe en juin 2012, avec une hausse annuelle de 17,2% pour les « carburants et lubrifiants » et de 1% pour les autres produits administrés.

Pour sa part, la tendance fondamentale des prix, telle que mesurée par l'inflation sous-jacente, est restée modérée, revenant de 1% en novembre à 0,8% en décembre, avant de s'établir à 0,9% en janvier.

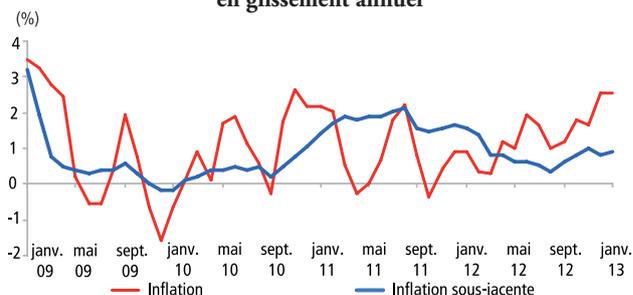
A l'exception des prix des rubriques « enseignement » et « restaurants et hôtels », en hausse de 6,1% et 2,4% respectivement en janvier 2013, l'ensemble des composantes a contribué au maintien de l'inflation sous-jacente à des niveaux faibles. En dépit de

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	nov. 12	déc. 12	janv. 13	nov. 12	déc. 12	janv. 13
Inflation globale	-0,1	0,4	0,2	1,6	2,6	2,6
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	-1,7	2,9	-0,1	3,6	11,7	10,7
- Carburants et lubrifiants	0,0	0,3	0,0	16,8	17,2	17,2
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,1	0,1	0,1	1,0	1,0	1,0
Inflation sous-jacente	0,5	0,1	0,2	1,0	0,8	0,9
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires	0,4	0,1	0,3	1,8	1,6	1,6
- Articles d'habillement et chaussures	0,5	0,3	0,2	1,5	1,4	1,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,3	0,0	0,5	1,0	1,0	1,4
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	-0,1	0,4	-0,4	-0,5	-0,1
- Santé*	-0,4	0,2	-0,1	0,7	0,7	-0,3
- Transport*	0,1	0,0	0,7	0,4	0,3	0,8
- Communication	0,0	0,0	-0,2	-16,0	-16,0	-16,0
- Loisirs et cultures	0,1	0,0	-0,1	0,8	0,9	0,8
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	6,1	6,1	6,1
- Restaurants et hôtels	1,1	0,0	0,2	2,6	2,4	2,4
- Biens et services divers	0,1	0,1	0,2	0,6	0,7	0,9

* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

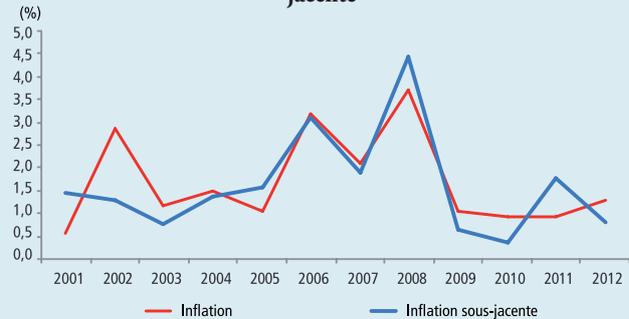
Encadré 5.1 : Evolution de l'inflation en 2012

L'inflation, est passée de 0,9% en moyenne en 2011 à 1,3% en 2012, tout en affichant une volatilité mensuelle légèrement moins élevée, avec un écart-type de 0,7% contre 0,9% en 2011. Par principale composante, l'évolution de l'inflation recouvre une augmentation de 3% des prix des produits alimentaires volatils, un ajustement à la hausse de 1,6% des tarifs des produits réglementés ainsi qu'un net ralentissement de l'inflation sous-jacente (IPCX) de 1,8% à 0,8%.

L'orientation à la baisse de l'inflation sous-jacente reflète l'effet conjugué d'un ralentissement de l'inflation des produits échangeables (IPCXE), en liaison avec le léger reflux de l'inflation dans les pays partenaires et d'un recul des prix des produits non échangeables (IPCXNE), en raison de la modération des pressions de la demande intérieure et de la réduction des prix de certains services.

Par ailleurs, l'année 2012 a été marquée par le relèvement des prix internes de certains combustibles, suite à la persistance du niveau élevé du prix du pétrole à l'échelle internationale et à l'alourdissement des charges de compensation qui en a résulté. Cet ajustement s'est fait ressentir au niveau des rubriques « carburants et lubrifiants » et « transport routier des passagers », deux rubriques qui ont contribué conjointement à hauteur de 0,3 point de pourcentage à la hausse des prix à la consommation.

Graphique E5.1 : Evolution de l'inflation et de l'inflation sous-jacente



Source : HCP et calculs BAM.

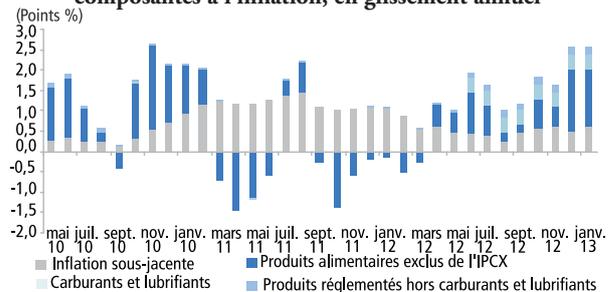
son poids relativement réduit, l'effet de la rubrique « communication », en baisse de 16% d'une année à l'autre, a été particulièrement marqué, sa contribution à l'inflation sous-jacente ayant été négative de -0,6 point de pourcentage (Tableau 5.1).

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix selon la ventilation échangeables (IPCXE)/ non échangeables (IPCXNE) montre que les variations de l'inflation sous-jacente d'un mois à l'autre est davantage déterminée par la dynamique des prix des biens non échangeables.

Ces derniers, après les baisses observées au deuxième et troisième trimestre 2012, ont entamé un mouvement de hausse en glissement annuel à 0,6% en janvier, après 0,4% en décembre et 0,5% en novembre. La progression observée en janvier est liée principalement à celle des viandes fraîches, dont le rythme de hausse annuelle est passé de 0,5% en décembre à 0,9% en janvier.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

Produits (Dh/Litre)	août 2012	sept. 2012	oct. 2012	nov. 2012	déc. 2012	jan. 2013
Super carburant	12,18	12,18	12,18	12,18	12,18	12,18
Gasoil 50	8,15	8,15	8,15	8,15	8,15	8,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	4 666	4 666	4 666	4 666	4 666	4 666

Source : Ministère de l'énergie et des mines.

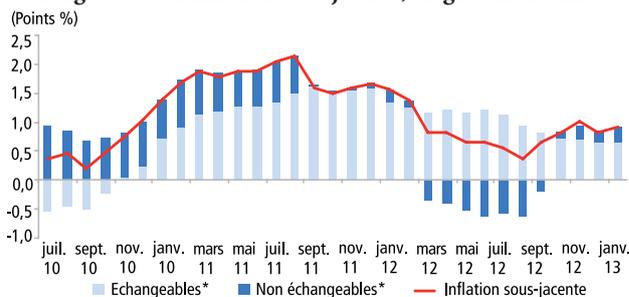
Pour leur part, en liaison avec la modération de l'inflation au plan international, particulièrement dans les principaux partenaires du Maroc, les prix des biens échangeables se sont maintenus au même rythme d'évolution depuis le mois d'octobre dernier, soit 1,2%. Par composantes, les principales variations en janvier 2013 ont concerné les produits alimentaires de base, notamment les huiles avec 6,8% et les produits à base de céréales avec 0,5%. Les prix des voitures automobiles ont également connu un accroissement de 0,6%, après une baisse de 0,4% en décembre 2012.

Globalement, la contribution des biens échangeables à l'inflation sous-jacente est restée stable à 0,7 point de pourcentage entre décembre 2012 et janvier 2013, tandis que celle des non échangeables est passée de 0,2 à 0,3 point au cours de la même période.

5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que l'inflation demeure influencée principalement par l'évolution des prix des biens. Les prix des biens non transformés, conditionnés par les variations des prix des produits alimentaires volatils, ont enregistré un rythme d'accroissement de 7,2% en décembre et de 6,6% en janvier, contribuant à concurrence de 1,5 point de pourcentage à l'inflation au lieu de 1,6 un mois auparavant. Pour leur part, les prix des biens transformés ont augmenté de 1,1% au lieu de 1% en décembre, soit une contribution de 0,5 point à la variation annuelle de l'IPC. Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont gardé le même rythme annuel de progression enregistré en décembre, soit 17,2%. Concernant les services, leurs prix ont progressé à un taux quasi-inchangé de 0,8%, dans un contexte de persistance de la contribution négative des tarifs de la section « services de téléphonie et de télécoie ».

Graphique 5.3 : Contribution des échangeables* et des non échangeables* à l'inflation sous-jacente, en glissement annuel



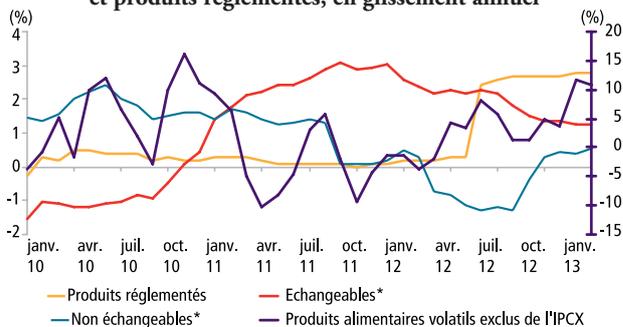
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM.

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

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	nov. 12	déc. 12	janv. 13	nov. 12	déc. 12	janv. 13
Biens échangeables*	0,3	0,2	0,2	1,3	1,3	1,2
Biens non échangeables*	0,3	0,0	0,2	0,5	0,4	0,6

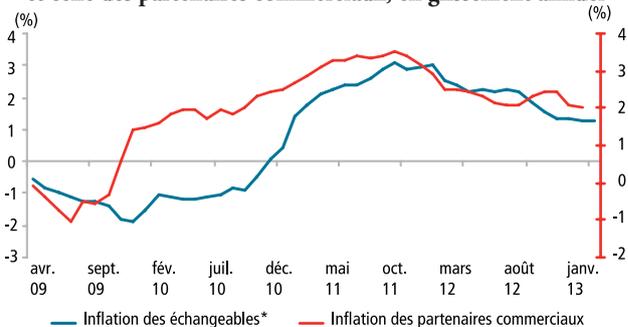
* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés
Sources : HCP et calculs de BAM.

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.

Graphique 5.5 : 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.

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Le reflux antérieur des cours mondiaux des matières premières continue de se faire ressentir au niveau des prix à la production dont l'indice général a accusé un nouveau repli mensuel de 0,7% en janvier 2013, identique à celui observé en décembre. Ce recul s'explique exclusivement par la régression de 2,7% des prix de la branche cokéfaction et raffinage, après -2% un mois auparavant. Hors cokéfaction et raffinage, les prix à la production ont progressé de 0,3% en janvier, sous l'effet de la hausse de 0,9% des prix de la branche «industries alimentaires».

En glissement annuel, le rythme de progression de l'indice s'est de nouveau atténué, revenant de 2,3% et de 1,7% en novembre et décembre respectivement à 0,6% en janvier. Les prix de la branche cokéfaction et raffinage ont accusé une baisse annuelle de 1,8%, après une augmentation de 2,5% en décembre et de 3,9% en novembre. En revanche, le rythme de progression de l'indice hors raffinage a connu une légère accélération, passant de 1,3% en décembre à 1,7% en janvier.

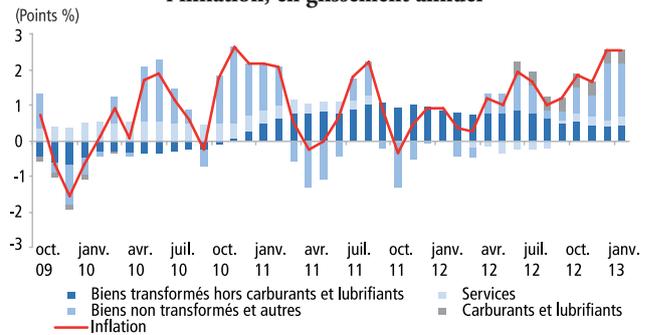
5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib relatifs au mois de janvier 2013, les prix des produits industriels devraient rester inchangés durant les trois prochains mois¹. En effet, 87% des chefs d'entreprises enquêtés anticipent une stagnation des prix, contre 6% qui tablent sur une hausse et 7% une baisse, ce qui correspond à un solde d'opinion négatif d'un point de pourcentage (Graphique 5.9).

Par ailleurs, les résultats de la même enquête ne laissent pas entrevoir de changement dans la perception de l'inflation des prix à

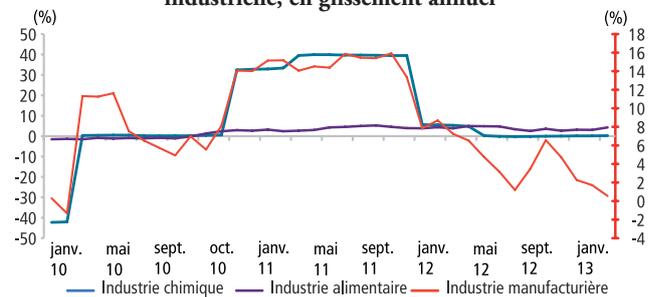
¹ L'horizon des anticipations de l'Enquête de Conjoncture de BAM correspond aux trois mois suivant le mois sous revue.

Graphique 5.6 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation, en glissement annuel



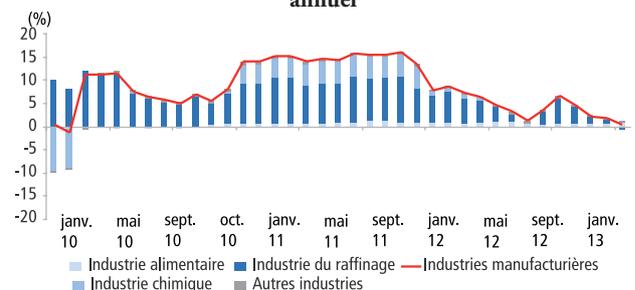
Sources : HCP et calculs BAM.

Graphique 5.7: Evolution des indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel



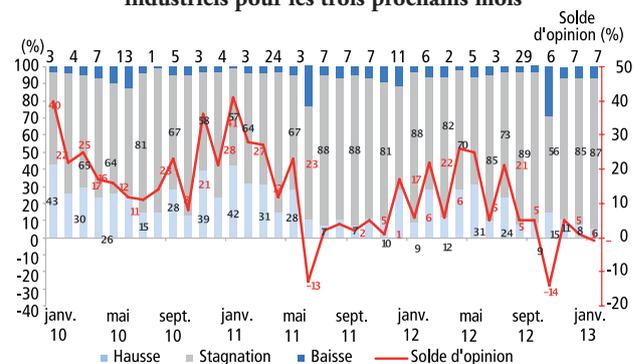
Sources : HCP et calculs BAM.

Graphique 5.8 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière, en glissement annuel



Sources : HCP et calculs BAM.

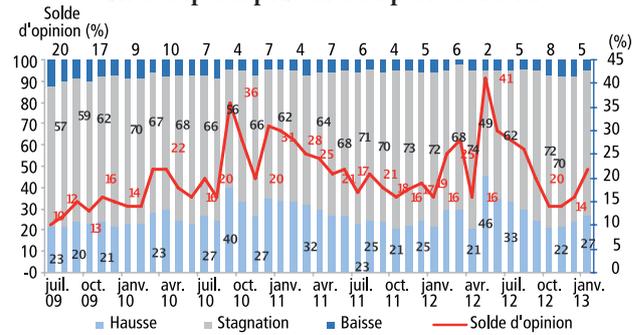
Graphique 5.9 : Soldes d'opinion de l'enquête BAM relatifs à l'évolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

la consommation par les industriels. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une augmentation de l'inflation au cours des trois prochains mois s'est établi à 27% en janvier, après 28% en moyenne en 2012. Parallèlement, la part des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation a connu une légère augmentation de 66% à 68% sur la même période (Graphique 5.10).

Graphique 5.10 : Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité économique et l'inflation. 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 devrait rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2%, soit un niveau supérieur au taux moyen de 1,7% prévu dans le cadre du dernier RPM. Au cours de l'année 2013, l'inflation devrait se situer autour de 2,2%. Sous l'hypothèse du maintien des prix des produits subventionnés à leurs niveaux actuels, 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

Au regard des évolutions récentes, les efforts entrepris par les pouvoirs publics de la zone euro et des Etats-Unis ont contribué à une relative stabilisation des marchés financiers ainsi qu'à une amélioration significative de la confiance des chefs d'entreprises. Toutefois, la croissance économique des pays avancés demeurerait, à moyen terme, mitigée, vulnérable et différenciée, principalement en raison de la persistance des contraintes liées aux conditions d'octroi des crédits et aux plans de réduction des dépenses publiques. En revanche, la croissance des économies émergentes devrait continuer à afficher une dynamique favorable, particulièrement au sein des pays qui ont mis en œuvre des politiques accommodantes.

Au 4^{ème} trimestre de 2012, la récession économique s'est ainsi intensifiée dans la zone euro en lien avec l'atonie persistante de la demande intérieure et la tendance à l'épuisement des stocks. En effet, la consommation des ménages continue d'afficher des contreperformances comme en témoignent la baisse des volumes des ventes au détail et le recul des nouvelles immatriculations de voitures particulières. Au niveau de l'investissement, la situation ne semble guère plus favorable dans la mesure où les dernières enquêtes menées par la Commission européenne indiquent une nouvelle contraction de l'investissement hors construction. De plus et malgré les progrès enregistrés au 3^{ème} trimestre, l'investissement dans la construction a également fléchi au 4^{ème} trimestre. Seul le

commerce extérieur affiche un profil favorable comme en attestent les indices des nouvelles commandes à l'exportation qui continuent de s'améliorer, bénéficiant ainsi de la stabilisation de la croissance mondiale.

Durant le dernier trimestre de 2012, l'économie américaine a affiché une croissance économique relativement en deçà des niveaux enregistrés durant les trois premiers trimestres de l'année. Cette décélération de l'activité découle de la forte baisse des dépenses publiques, particulièrement dans la défense nationale, du retournement du cycle de stockage dans le secteur privé après le pic atteint au 3^{ème} trimestre, ainsi que de la contribution négative des exportations. Cependant, les fondamentaux de la reprise de l'économie américaine continuent d'afficher une bonne dynamique comme en témoignent, d'une part, l'évolution favorable des dépenses de consommation des ménages qui ont bénéficié de l'accroissement du revenu réel disponible et, d'autre part, la progression notable de l'investissement résidentiel et non résidentiel.

Sur les marchés financiers internationaux, la stabilité des principaux indicateurs laisse présager que les inquiétudes alimentées par la crise des pays périphériques de la zone euro semblent se dissiper. En effet, les écarts de taux obligataires dans ces pays se sont sensiblement réduits, tandis que les cours de nombreux actifs à risque, notamment ceux des actions, ont enregistré des gains. Toutefois et en marge des progrès accomplis, les incertitudes entourant la capacité des gouvernements à accélérer la cadence à la fois des mesures de soutien et des réformes structurelles continuent de compromettre l'essor de la sphère financière internationale.

Concernant le marché du travail, les dernières statistiques relatives au mois de décembre font état d'une stagnation du chômage dans la zone euro, quoiqu'à un niveau élevé (11,7%), ainsi qu'aux Etats-Unis où ce taux demeure, néanmoins, relativement modéré (7,8%). Chez nos principaux pays partenaires, cet indicateur s'est stabilisé entre novembre et décembre en Allemagne et en Italie respectivement à 5,3% et 11,2%, alors qu'il a légèrement augmenté en France (de 10,5% en novembre à 10,6% en décembre) et relativement diminué en Espagne (passant de 26,2% à 26,1% sur la même période).

Dans ce contexte, l'activité de la zone euro a connu une récession de l'ordre de 0,9% durant le 4^{ème} trimestre de l'année 2012 contre -0,6% un trimestre auparavant. Cette contreperformance est attribuable principalement à la persistance de la décélération de la croissance en Allemagne (0,4% au 4^{ème} trimestre contre 0,9% au 3^{ème} trimestre), ainsi qu'à la poursuite de la récession en France (-0,3% au 4^{ème} trimestre), en Italie (-2,7%), en Espagne (-1,8%) et dans les pays périphériques de la zone euro dont notamment la Grèce (-6%) et le Portugal (-3,8%). Pour sa part, l'économie américaine a enregistré un taux de croissance de 1,5%, en baisse par rapport à 2,6% réalisé durant le 3^{ème} trimestre de la même année.

S'agissant des perspectives de croissance, les dernières prévisions du Fonds monétaire international, relatives à l'édition du mois de janvier, tablent en 2013 sur une croissance de l'ordre de 2% pour les Etats-Unis et -0,2% pour la zone euro. Concernant l'année 2014, ces taux se chiffrent à 3% et 1% respectivement. Comparativement aux taux communiqués lors du RPM du mois de décembre, la projection de l'économie américaine pour 2013 n'a pas connu de révision majeure, tandis que celle relative à la zone euro a été revue à la baisse (une contraction de 0,3%).

Les risques baissiers planant sur l'activité économique demeurent importants. En effet, au sein de la zone euro, les craintes liées à la persistance de l'atonie de la demande intérieure, à une progression des exportations plus faible que prévu et aux tergiversations dans la mise en œuvre des réformes structurelles pourraient concourir à

déstabiliser le climat de confiance, encore fragile, et ralentir ainsi la relance économique attendue. Parallèlement, un éventuel durcissement excessif de la politique budgétaire aux Etats-Unis, quoique nécessaire, impacterait négativement la croissance économique américaine, et par la suite, 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 -0,4% 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 décembre (-0,3% en 2013 et 1,1% en 2014), ces chiffres ont été revus à la baisse en ligne avec la persistance de la récession dans la zone euro. Le taux de croissance des principaux partenaires commerciaux est calculé sur la base d'une moyenne pondérée par les parts respectives de ces pays dans notre commerce extérieur.

En ce qui a trait à l'évolution des prix dans la zone euro, l'inflation s'est stabilisée à 2,2% durant les mois de novembre et de décembre avant de décroître modérément au mois de janvier pour atteindre un taux de 2%. Cette tendance reflète essentiellement la baisse des prix de l'énergie, des produits manufacturés hors énergie et des services. Au niveau des prévisions, la BCE anticipe dans son dernier bulletin du mois de février des taux d'inflation de 1,9% en 2013 et de 1,7% en 2014. A noter que relativement aux chiffres présentés lors du dernier RPM, les prévisions de la BCE n'ont pas connu de révisions.

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés. En effet, la hausse des cours du pétrole et l'éventuel relèvement des prix administrés et de la fiscalité indirecte (en raison de la nécessité de procéder à des ajustements budgétaires) sont contrebalancés par une croissance économique plus faible qu'anticipé et une éventuelle poursuite de l'appréciation récente de l'euro.

Enfin, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, tablent toujours sur une baisse en 2013. Cette orientation devrait

se prolonger en 2014, quoiqu'à un rythme plus modéré, en raison de la relance économique progressive attendue chez les pays avancés.

6.1.2 Environnement national

Conformément aux hypothèses du RPM précédent, l'économie marocaine devrait renouer avec des perspectives de croissance plus favorables durant l'année 2013. Ce redressement est attribuable, d'une part, à la reprise des activités agricoles et à l'orientation positive des activités non agricoles, d'autre part. La demande intérieure serait encore à l'origine de ce dynamisme, alors que la composante externe peinerait à redémarrer en raison de la reprise mitigée de l'activité chez les pays partenaires.

Avec un cumul pluviométrique en hausse de 22,3% au 20 février 2013 comparativement à la même période de l'année passée, l'évolution de la campagne agricole 2012-2013 demeure favorable, bien qu'elle continue de dépendre des précipitations printanières. Dans ces conditions, les prévisions de BAM ont été revues à la hausse, relativement aux projections de l'édition de décembre, et une production céréalière de 70 millions de quintaux est désormais attendue. S'agissant de la campagne agricole 2013-2014 et en l'absence de visibilité, l'hypothèse d'une production moyenne est retenue.

L'essoufflement du rythme de croissance de la demande intérieure observé en 2012 devrait céder la place à un regain de dynamisme en 2013, soutenant ainsi la bonne orientation de la croissance non agricole durant l'année en cours. A ce titre, la consommation finale des ménages connaîtrait un essor favorable tiré principalement par l'amélioration des revenus ruraux, le maintien des crédits à la consommation et la maîtrise de l'inflation. Pour sa part, l'évolution de l'investissement global pourrait être freinée notamment par la baisse des crédits à l'équipement observée à fin janvier 2013.

Au regard de ces évolutions, la valeur ajoutée hors agriculture devrait s'accroître à un rythme compris dans une fourchette allant de 4% à 5% au titre de l'année 2013. Au total, les prévisions de Bank

Al-Maghrib pour la croissance globale ont été maintenues dans l'intervalle [4%, 5%], en ligne avec les projections du RPM précédent.

S'agissant du marché du travail, les dernières statistiques datant du quatrième trimestre de l'année 2012 font état d'une légère aggravation de 0,2% du taux de chômage national qui a atteint 8,7%, contre 8,5% enregistré un an auparavant. Par milieu de résidence, le taux de chômage urbain a également progressé de 0,2% entre les deux périodes, passant ainsi de 13% à 13,2%. Dans le milieu rural, il s'est établi à 3,6% au lieu de 3,4% observé précédemment.

Cette évolution s'est traduite sur le marché de l'emploi par une perte nette de 115.000 postes. A l'exception du secteur des services, qui a été à l'origine d'une création de 171.000 postes, toutes les autres branches ont connu des destructions. A ce titre, les pertes les plus importantes ont concerné le secteur de l'agriculture, forêt et pêche avec 191.000 emplois détruits au lieu de 26.000 postes créés annuellement en moyenne sur la période 2009-2011. Après des créations record sur les trois dernières années (63.000 postes en moyenne sur les trois dernières années), la branche BTP a également connu une perte de 51.000 postes durant le quatrième trimestre de l'année 2012. A ces pertes s'ajoute enfin la destruction de 42.000 postes dans le secteur de l'industrie y compris l'artisanat, confirmant ainsi la tendance baissière observée depuis 2009 (29.000 postes perdus annuellement).

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

Au regard des niveaux historiquement hauts des stocks de pétrole dans les pays de l'OCDE et des récentes évolutions de la production mondiale en énergie fossile qui devraient modérer les prix de certains produits énergétiques, le FMI a revu à la baisse, dans sa mise à jour de janvier 2013, ses prévisions des cours de pétrole. Celles-ci se situent désormais à 99,71 dollars le baril en 2013 et 96,78 dollars en 2014. S'agissant des prévisions de la Banque mondiale, relatives à l'édition du mois de janvier, celles-ci tablent sur des prix du baril de Brent de 102 dollars en 2013 et de 102,2 dollars en 2014, en baisse par rapport au cap de 105\$/baril communiqué dans le RPM précédent. La commission européenne, quant à elle, a revu à la hausse dans son dernier rapport du mois de février ses prévisions du cours du Brent qui se situe désormais autour de 113,7 dollars le baril en 2013 et 106,4 dollars en 2014. Dans ce contexte, les charges de compensation au titre de l'année 2013, établies sur la base d'un cours moyen du baril de 105 dollars le baril, devraient continuer à exercer des pressions sur le déficit budgétaire. Néanmoins, le scénario central retient l'hypothèse d'une stagnation 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 2%, soit un niveau supérieur au taux moyen de 1,7% prévu dans le cadre du dernier RPM. De même, la prévision de l'inflation pour l'année 2013 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 2,2%, soit un niveau supérieur à celui prévu dans l'exercice précédent (1,7%). En 2014, la prévision de l'inflation devrait se situer, au cours du premier trimestre, autour de 1,6% au lieu de 1,5% communiquée lors du dernier RPM. Au deuxième trimestre, 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.

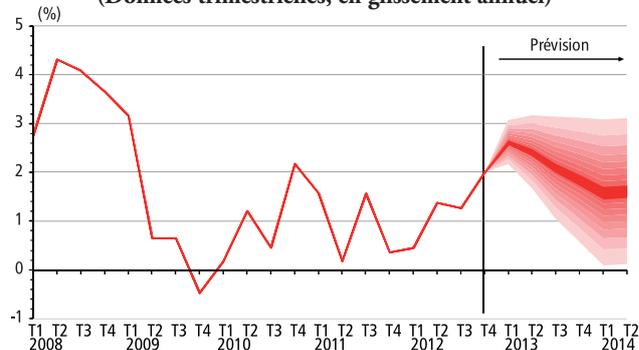
Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2013 T1 –2014 T2

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

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2013 T1 - 2014 T2 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGRIB

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب