



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 24 / 2012

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 septembre 2012





## Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour  
le Conseil de Bank Al-Maghrib  
du 25 septembre 2012

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
<b>1. Orientation de l'offre et de la demande globale.....</b>	<b>13</b>
1.1 Production .....	13
1.2 Consommation .....	17
1.3 Investissement .....	18
1.4 Commerce extérieur .....	21
<b>2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail .....</b>	<b>23</b>
2.1 Tensions sur les capacités de production .....	23
2.2 Tensions sur le marché du travail .....	24
<b>3. Environnement international et prix à l'importation .....</b>	<b>27</b>
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde.....	27
3.2 Prix des matières premières et de l'inflation.....	32
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc.....	35
<b>4. Conditions monétaires et prix des actifs .....</b>	<b>37</b>
4.1 Conditions monétaires.....	37
4.2 Prix des actifs .....	44
<b>5. Evolution récente de l'inflation .....</b>	<b>47</b>
5.1 Evolution de l'inflation .....	47
5.2 Biens échangeables et biens non échangeables .....	48
5.3 Biens et services .....	49
5.4 Indice des prix à la production industrielle .....	50
5.5 Anticipations d'inflation .....	51
<b>6. Perspectives de l'inflation .....</b>	<b>52</b>
6.1 Hypothèses du Scénario de base .....	52
6.2 Prévision d'inflation et balance des risques .....	55

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Projections de la croissance T2 2012-T2 2013 .....	14
Graphique 1.2	: Projections de la croissance non agricole T2 2012-T2 2013 .....	14
Graphique 1.3	: Evolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole .....	14
Graphique 1.4	: Evolution trimestrielle du produit intérieur brut non agricole national et du PIB des pays partenaires.....	15
Graphique 1.5	: Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale .....	15
Graphique 1.6	: Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées.....	15
Graphique E 1.1.1	: Caractéristiques des conditions climatiques des 22 dernières campagnes agricoles.....	16
Graphique 1.7	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers .....	16
Graphique 1.8	: Production industrielle passée et prévue.....	16
Graphique 1.9	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale .....	17
Graphique 1.10	: Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires .....	17
Graphique 1.11	: Evolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages .....	17
Graphique 1.12	: Evolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement.....	18
Graphique 1.13	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	18
Graphique E1.2.1	: Dépenses de compensation, en flux mensuels .....	19
Graphique 1.14	: Cumul des exportations .....	21
Graphique 1.15	: Cumul des importations .....	22
Graphique 1.16	: Evolution des quantités et du prix du phosphate .....	22
Graphique 1.17	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel .....	22
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole .....	23
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente .....	23
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	23
Graphique 2.4	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur .....	24
Graphique 2.5	: Variation de la productivité apparente du travail, en glissement annuel.....	24
Graphique 2.6	: Effectif employé selon les secteurs d'activité .....	25
Graphique 2.7	: Augmentation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2011 T1-2012 T1 .....	25
Graphique 2.8	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel .....	25
Graphique 2.9	: SMIG en termes nominal et réel .....	26
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR .....	27
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread.....	28
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis .....	28
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro .....	28
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc .....	29
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	29
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	29
Graphique 3.8	: Evolution du VIX .....	29
Graphique 3.9	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc .....	30
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires .....	30
Graphique 3.11	: Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) .....	31
Graphique 3.12	: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis.....	31
Graphique 3.13	: Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro .....	32
Graphique 3.14	: Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires .....	32

Graphique 3.15	: Cours mondial du Brent en dollars .....	33
Graphique 3.16	: Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie .....	33
Graphique 3.17	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés .....	34
Graphique 3.18	: Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières.....	34
Graphique 3.19	: Indice des prix à l'import hors énergie .....	35
Graphique 3.20	: Indice des prix à l'import des produits alimentaires .....	35
Graphique 3.21	: Indice des prix à l'import des produits miniers .....	35
Graphique 3.22	: Indice des prix à l'import des demi-produits .....	35
Graphique 3.24	: Evolution des IPM .....	36
Graphique 3.23	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national .....	36
Graphique 4.1	: Evolution du taux interbancaire.....	37
Graphique 4.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché des valeurs du Trésor .....	38
Graphique E 4.1.1	: Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle.....	38
Graphique E 4.1.2	: Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire .....	38
Graphique E 4.1.3	: Variation des réserves obligatoires .....	39
Graphique E 4.1.4	: Evolution de l'effet des facteurs de liquidité .....	39
Graphique E 4.1.5	: Interventions de Bank Al-Maghrib sur le marché monétaire .....	39
Graphique E 4.1.6	: Evolution de la moyenne et de l'écart-type du TMP du marché interbancaire .....	39
Graphique 4.3	: Evolution des taux débiteurs .....	40
Graphique 4.4	: Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs .....	40
Graphique 4.5	: Croissance de M3 et sa tendance, en glissement annuel .....	40
Graphique 4.6	: Excédent monétaire .....	40
Graphique 4.7	: Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire .....	41
Graphique 4.8	: Evolution des principales composantes de M3 .....	41
Graphique 4.9	: Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts .....	41
Graphique 4.10	: Croissance du crédit et sa tendance .....	41
Graphique 4.11	: Croissance des principales catégories du crédit .....	42
Graphique 4.12	: Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit .....	42
Graphique 4.13	: Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit .....	42
Graphique 4.14	: Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets .....	42
Graphique 4.15	: Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale .....	43
Graphique 4.16	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	43
Graphique 4.17	: Evolution des agrégats PL1 et PL2 .....	43
Graphique 4.18	: Croissance de PL3 et du MASI .....	44
Graphique 4.19	: Taux de change du dirham.....	44
Graphique 4.20	: Taux de change effectif nominal et réel .....	44
Graphique 4.21	: Indice des prix des actifs immobiliers .....	44
Graphique 4.22	: Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat .....	45
Graphique 4.23	: Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier .....	45
Graphique 4.24	: Indices boursiers .....	45
Graphique 4.25	: Performance depuis le début de l'année, des indices sectoriels, données de fin août 2012 .....	46
Graphique 4.26	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents au deuxième trimestre 2012 .....	46
Graphique 5.1	: Inflation et inflation sous-jacente .....	47
Graphique 5.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	47
Graphique 5.3	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	48
Graphique 5.4	: Contribution des échangeables et des non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	49
Graphique 5.5	: Evolution des prix des biens échangeables et non échangeables et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés .....	49
Graphique 5.6	: Evolution de l'inflation des biens échangeables et celle des partenaires commerciaux .....	50

Graphique 5.7 : Contributions des prix des biens et services à l'inflation .....	50
Graphique 5.8 : Evolution des indices des prix à la production industrielle .....	50
Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière .....	51
Graphique 5.10: Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles.....	51
Graphique 5.11: Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois.....	51
Graphique 5.12: Anticipations de l'inflation selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois .....	51
Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2012 T3 - 2013 T4 .....	55

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés .....	13
Tableau E 1.2.1 : Evolutions budgétaires à fin juillet .....	20
Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois d'août 2012 .....	21
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels par milieu de résidence d'activité et de chômage .....	24
Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle .....	30
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde.....	31
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires .....	32
Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole.....	33
Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre.....	33
Tableau 3.6 : Evolution récente de l'inflation dans le monde, .....	34
Tableau 3.7 : Evolution de l'IPM .....	36
Tableau 4.1 : Evolution des taux de rendement des bons du Trésor sur le marché primaire .....	37
Tableau 4.2 : Taux créditeurs.....	38
Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions.....	46
Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes .....	48
Tableau 5.2 : Prix de vente des produits pétroliers sur le marché intérieur .....	48
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables inclus dans l'IPCX .....	49
Tableau 5.4 : Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables à l'inflation globale.....	49
Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services.....	50
Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2012 T3 –2013 T4.....	55

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1 : Caractéristiques de la campagne agricole 2011-2012 et prévision de la production céréalière.....	16
Encadré 1.2 : Evolutions budgétaires à fin juillet 2012 .....	19
Encadré 4.1 : Liquidité et mise en œuvre de la politique monétaire .....	38

بنك المغرب  
بنك المغرب

---

## COMMUNIQUÉ DE PRESSE

### REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 25 septembre 2012

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 25 septembre 2012.
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 quatrième trimestre 2013.
3. Le Conseil a noté que l'évolution de l'inflation est restée modérée, en ligne avec l'appréciation faite lors de sa réunion de juin. Après 1,9% en juin et 1,7% en juillet, l'inflation en glissement annuel s'est en effet établie à 1% en août, bien que les prix de la rubrique « carburants et lubrifiants » aient progressé de 16,8%, en liaison avec la hausse des prix à la pompe intervenue en juin dernier. De même, l'inflation sous-jacente a atteint 0,4% en août, après 0,5% en juillet et 0,6% en juin. Par ailleurs, les diminutions observées jusqu'à fin juin des prix mondiaux des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, continuent de se diffuser vers les prix à la production industrielle, dont la hausse, en glissement annuel, s'est située à 1,1% en juillet, après 3,2% en juin et 4,8% en mai.
4. Sur le plan international, les mesures d'une ampleur sans précédent prises par la BCE et la FED au plan de la gestion de la liquidité devraient se traduire par une certaine détente sur les différents compartiments des marchés financiers. Cependant, l'activité économique et ses perspectives restent globalement déprimées dans les pays avancés, notamment ceux de la zone euro, tandis qu'un ralentissement relatif est enregistré dans les principaux pays émergents. Quant aux prix des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, ils ont amorcé un mouvement à la hausse depuis le début de juillet. En dépit de ces évolutions, l'inflation mondiale reste globalement modérée.
5. Au niveau national, la prévision de la croissance pour l'année 2012 est maintenue à moins de 3%, en relation notamment avec la matérialisation des risques liés à l'activité des principaux partenaires et à la campagne agricole. Les comptes extérieurs continuent d'être impactés par l'évolution de la conjoncture économique mondiale. Ainsi, le déficit commercial s'est accru de 6,1% à fin août en glissement annuel, et les transferts des MRE ainsi que les recettes de voyages, ont accusé des baisses respectives de 1,8% et 5%. Pour 2013, la croissance devrait se situer entre 4% et 5%, sur la base d'une production céréalière moyenne et des perspectives économiques internationales qui demeurent mitigées.
6. L'analyse des conditions monétaires à fin juillet 2012 fait ressortir une stabilité du rythme de croissance annuel de la masse monétaire à 4,9%. Le crédit bancaire a progressé de 7,5%, après 7,1% au trimestre précédent, tandis que le rythme de croissance de sa composante accordée au secteur privé non financier s'est accéléré, passant de 5,7% à 7,8%, tiré essentiellement par les facilités de trésoreries et, dans une moindre mesure, par les prêts à l'habitat. Pour l'ensemble de l'année, la croissance du crédit bancaire devrait se situer autour de 8%, soit un niveau proche de son rythme de long terme. Sur la base de ces éléments, l'écart monétaire devrait rester négatif, dénotant l'absence de tensions inflationnistes.

7. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation est en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre 2013, l'inflation avoisinerait 1,4% et devrait se situer autour de 2% en moyenne. Pour sa part, l'inflation sous-jacente resterait modérée, ne dépassant pas 2%.
8. Dans ce contexte, caractérisé par une orientation globalement neutre des risques 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%.
9. Notant l'ampleur et le caractère durable du besoin de liquidité sur le marché monétaire et compte tenu des prévisions d'évolution des facteurs de liquidité, le Conseil a décidé de réduire le taux de la réserve monétaire de 2 points de pourcentage, pour le ramener à 4% à compter du 26 septembre 2012.
10. Le Conseil, après avoir pris note du rapport du Comité d'audit, a examiné le rapport sur le système de contrôle interne de la Banque au titre de l'année 2011 et a approuvé des projets d'amendement de la charte du système de contrôle interne et de celle de l'audit interne.

---

## APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire de juin 2012, l'évolution de l'inflation est restée modérée. En effet, l'inflation en glissement annuel, s'est établie à 1% en août 2012, après 1,7% en juillet et 1,9% en juin, alors que les prix de la rubrique «carburants et lubrifiants» ont progressé de 16,8%, en liaison avec la hausse des prix à la pompe intervenue en juin dernier. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est ressortie à 0,4% en août, après 0,5% en juillet et 0,6% en juin. Cette évolution reflète un ralentissement de l'inflation des biens échangeables, en liaison avec le léger recul des tensions sur les cours mondiaux des produits alimentaires de base et sur les prix à la consommation dans les principaux pays partenaires. Elle tient également à un net repli de l'indice des prix des non échangeables qui poursuit son évolution en territoire négatif dans un contexte de modération des pressions de la demande sur le plan interne. Par ailleurs, les diminutions observées jusqu'à fin juin des cours mondiaux des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, continuent de se diffuser vers les prix à la production industrielle, dont la hausse est revenue de 4,8% en mai, à 3,2% en juin et à 1,1% en juillet.

Sur le plan international, les mesures d'assouplissement prises par la BCE et la FED ont permis une amélioration des conditions financières. Cependant, l'activité économique et ses perspectives restent globalement atones dans les pays avancés, notamment ceux de la zone euro, tandis qu'un ralentissement relatif est enregistré dans les principaux pays émergents. En effet, les derniers indicateurs confirment la dégradation de l'activité dans la zone euro, avec une contraction du PIB de 0,4% au deuxième trimestre 2012, après avoir stagné au premier trimestre. De même, les dernières données disponibles sur le marché du travail font ressortir le maintien du taux de chômage à des niveaux élevés dans la zone, à l'exception de l'Allemagne. Pour sa part, l'économie américaine n'a observé qu'une légère décélération de sa croissance, revenue de 2,4% à 2,2% au second trimestre 2012. Pour ce qui est de la croissance dans les pays émergents et en développement et en dépit de son ralentissement, elle continue de se maintenir à des rythmes appréciables. Quant aux prix des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, ils ont amorcé un mouvement à la hausse depuis le début de juillet. En dépit de ces évolutions, l'inflation mondiale est restée globalement modérée.

Au niveau national et sur la base des indicateurs disponibles, la croissance globale devrait s'inscrire en progression de 2,4% au cours du deuxième trimestre 2012 et de 2,6% au troisième trimestre. La demande intérieure devrait, pour sa part, continuer à soutenir la croissance, avec toutefois une contribution moindre qu'en 2011. Sur l'ensemble de l'année, la prévision de la croissance est maintenue à moins de 3%, en relation notamment avec la matérialisation des risques liés à l'activité des principaux partenaires et à la campagne agricole. L'output-gap non agricole, plus pertinent pour l'appréciation des tensions inflationnistes d'origine interne, devrait en conséquence évoluer à des niveaux très proches de zéro au cours du deuxième et du troisième trimestre 2012. Pour 2013, la croissance globale devrait se situer entre 4% et 5%, sur la base d'une production céréalière moyenne et des perspectives économiques internationales qui demeurent mitigées.

S'agissant du commerce extérieur, les données disponibles à fin août 2012, ont confirmé la poursuite de la détérioration de la balance commerciale de 6,1% par rapport à la même période de l'année précédente, soit un déficit de 128,6 milliards de dirhams. Les exportations se sont accrues de 3,3%, avec une hausse de 2,4% de la composante hors phosphates et dérivés au lieu de 19,1% en 2011. Les importations ont, pour leur part, augmenté de 4,7% globalement, avec

des progressions respectives de 7,6% et de 3,7% pour les acquisitions des produits énergétiques et celles des produits hors énergie, contre 40,2% et 15,7% en 2011. De même, la poursuite du ralentissement de l'activité dans les principaux pays partenaires s'est traduite par la baisse des transferts des MRE et des recettes de voyages au titre des huit premiers mois de l'année 2012, leur taux de progression étant revenus, en une année, de 7,8% à -1,8% et de 6,5% à -5% respectivement.

Pour ce qui est des conditions monétaires, les données relatives au mois de juillet 2012 font ressortir une stabilité du rythme de croissance annuel de l'agrégat M3 qui s'est situé à 4,9% au lieu de 4,8% au deuxième trimestre et le maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. Dans le même temps, le taux de progression annuel du crédit bancaire est passé de 7,1% au deuxième trimestre à 7,5% en juillet, traduisant essentiellement le dynamisme des facilités de trésorerie et des crédits à la consommation et, dans une moindre mesure, l'augmentation des prêts à l'habitat. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2012 indiquent une diminution de 39 points de base du taux moyen pondéré du crédit, reflétant la baisse des taux appliqués aux différentes catégories du crédit bancaire. S'agissant du taux de change effectif du dirham, il est resté quasiment inchangé d'un trimestre à l'autre en termes nominaux, tandis qu'en termes réels, il s'est apprécié de 0,37%, en relation avec un taux d'inflation au Maroc légèrement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents.

Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il a enregistré une quasi-stagnation au deuxième trimestre, recouvrant une hausse de 0,9% des prix des biens résidentiels et des baisses respectives de 1,5% et de 2% de ceux des biens fonciers et commerciaux. En glissement annuel, l'indice global s'est accru à un rythme supérieur à celui affiché le trimestre précédent, soit 1,6% au lieu de 1,2%.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation est en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. La prévision moyenne de l'inflation a été maintenue à 1,4% en 2012 et devrait s'établir à 1,9% en 2013. Au terme de l'horizon de prévision, soit le quatrième trimestre 2013, l'inflation devrait avoisiner 1,4%, alors qu'en moyenne sur l'horizon, elle devrait s'établir autour de 2%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, ne dépassant pas 2% au terme de l'horizon de prévision.

Enfin, la balance des risques entourant la prévision centrale, ressort globalement neutre, considérant l'effet divergent, au plan interne, de l'incertitude relative aux effets de second tour du relèvement des prix des carburants à la pompe et du SMIG et, au plan externe, de l'évolution défavorable anticipée de l'environnement international et de la hausse des prix des matières premières.

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

Au premier trimestre 2012, la croissance nationale s'est inscrite en nette décélération par rapport au quatrième trimestre 2011, s'établissant à 2,8% après 4,9%. Elle recouvre néanmoins une progression de 4,4% du PIB non agricole et une contribution négative de l'activité agricole. Les derniers indicateurs de la conjoncture économique indiquent une poursuite du ralentissement de la croissance au deuxième trimestre. Elle devrait être de 2,4%, recouvrant une hausse du PIB non agricole de l'ordre de 4,2% et une contraction de la valeur ajoutée agricole de 9,4%. En effet, la conjoncture internationale difficile impacte négativement la demande étrangère adressée au Maroc, les transferts des MRE, les recettes voyages et les investissements directs étrangers. Ainsi, les importations de biens ont augmenté de 4,7% contre une progression de 3,3% des exportations à fin août 2012. En conséquence, le taux de couverture est revenu à 48,3% après 48,9% à fin août 2011. Les recettes voyages et les transferts MRE ont, pour leur part, accusé un repli de 5% et 1,8% respectivement. Malgré sa résilience, l'évolution des activités non agricoles et l'orientation de la demande intérieure demeurent tributaires de l'ampleur et de la durabilité de la crise dans la zone euro, notamment chez les principaux partenaires. Compte tenu de ces évolutions, la croissance du PIB pour l'ensemble de l'année 2012, comme publié dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire, ne devrait pas dépasser 3%. Au niveau des agrégats de la demande, la composante intérieure devrait continuer à soutenir la croissance, toutefois dans une moindre mesure comparativement à 2011. En revanche, la contribution de la demande extérieure nette devrait être de nouveau négative. Pour 2013, la croissance nationale devrait se situer entre 4% et 5%, sur la base d'une production céréalière moyenne et des perspectives économiques internationales mitigées. Au total, la hausse des prix dans le contexte économique actuel devrait rester à des niveaux modérés.

### 1.1 Production

Sur la base des dernières données disponibles, la croissance nationale aurait de nouveau décéléré, pour s'établir à 2,4% au deuxième trimestre après 2,8% un trimestre auparavant et 5% en 2011, reflétant un rythme de progression soutenu du PIB non agricole, de l'ordre de 4,2% et une baisse de 9,4% de celui agricole.

Les derniers indicateurs conjoncturels disponibles indiquent une évolution contrastée des activités économiques. Au niveau du secteur primaire, la production céréalière au titre de la campagne actuelle s'est établie, selon l'estimation définitive du Ministère de l'agriculture, à 51 millions de quintaux, en recul de 39% par rapport à la campagne précédente. En conséquence, la valeur ajoutée agricole devrait s'inscrire en contraction de 9,4% au lieu de 12,5% prévue dans le Rapport sur la politique monétaire de juin 2012. Cependant, la bonne qualité de la récolte de cette année peut favoriser la disponibilité des semences pour la prochaine campagne.

L'activité de la pêche côtière et artisanale aurait, pour sa part, affiché une orientation favorable au deuxième trimestre 2012, comme en témoigne la progression respective du volume et de la valeur des débarquements de 48,4%

**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					
	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII <sub>E</sub>	TIII <sub>P</sub>
Agriculture	-3,7	-0,2	-3,0	5,9	6,1	6,0	4,3	-8,3	-9,4	-7,4
<b>VA non agricole</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>2,0</b>	<b>5,8</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>
Industrie extractive	50,4	30,1	14,7	14,5	2,8	-1,8	8,2	-7,8	-4,0	0,6
Industrie de transformation	1,9	3,8	3,8	3,4	0,8	3,7	4,0	3,4	3,2	3,3
Electricité et eau	7,9	9,5	6,9	0,4	5,7	5,3	12,8	12,6	7,3	8,0
Bâtiment et travaux publics	4,9	0,9	-1,4	2,0	1,7	6,1	7,0	5,7	4,8	3,8
Commerce	-0,5	3,6	-7,0	3,8	4,1	4,7	4,7	2,8	3,1	3,1
Hôtels et restaurants	7,0	8,5	6,3	6,3	-2,9	-3,9	-7,0	-4,9	-2,9	-2,4
Transports	6,7	6,2	4,4	7,4	6,5	5,9	3,9	1,7	2,0	2,1
Postes et télécommunications	2,6	3,4	9,6	13,0	15,5	24,1	23,0	13,4	10,2	9,1
Administration publique générale et sécurité sociale	2,6	2,4	2,9	6,5	6,4	5,7	4,5	11,7	6,5	6,4
Autres services*	3,3	3,3	1,6	7,0	6,3	5,6	4,3	6,0	6,0	6,0
Impôts sur les produits nets des subventions	6,6	6,5	7,0	3,6	2,2	3,5	1,4	3,0	4,2	3,8
<b>PIB hors agriculture</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>2,6</b>	<b>5,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>
<b>Produit intérieur brut</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>1,9</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>

(\*) Comprendant 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 de 7,1% à fin juin. Cette tendance devrait se poursuivre au troisième trimestre, la hausse des débarqués à fin juillet, étant de 43% en volume et de 8% à 3 milliards de dirhams en valeur.

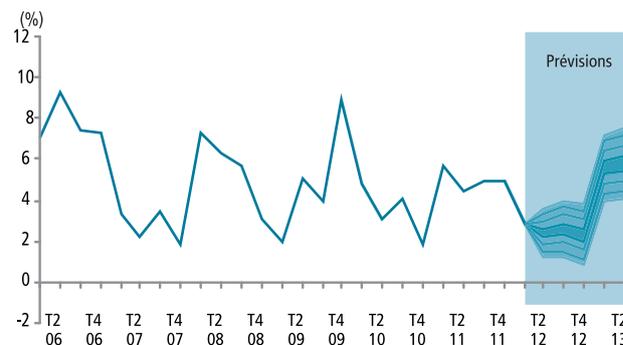
S'agissant de la croissance non agricole, elle aurait maintenu un rythme de progression soutenu dans le contexte international actuel, toutefois, en léger ralentissement par rapport au trimestre précédent, passant ainsi de 4,4% au premier trimestre à 4,2%. Au troisième trimestre, elle devrait poursuivre son rythme de décélération pour s'établir à 3,8%.

Par secteur, la valeur ajoutée des activités secondaires aurait progressé de 3,5% au deuxième trimestre après 4,1% le trimestre précédent, contribuant ainsi à hauteur de 1 point de pourcentage à la croissance globale. Ce ralentissement est imputable à l'impact négatif de la dégradation de la conjoncture internationale sur certaines branches, notamment celles orientées vers l'exportation.

Par branche, les activités minières devraient connaître une atténuation de leur baisse enregistrée au premier trimestre. Leur valeur ajoutée devrait ainsi s'établir à -4% après -7,9% au premier trimestre, avec des perspectives d'amélioration dès le troisième trimestre, en partie suite à un effet de base. La production marchande de l'OCP et ses ventes ont enregistré à fin juillet, des contractions de 5,1% et 5,4% respectivement en glissement annuel après des hausses de 6,9% et 5,9% en 2011. Les exportations de phosphates et dérivés, pour leur part, se sont établies à fin août à 32,6 milliards de dirhams en amélioration de 5,8%, en liaison avec l'augmentation de la demande étrangère des engrais et le maintien des cours internationaux à des niveaux élevés.

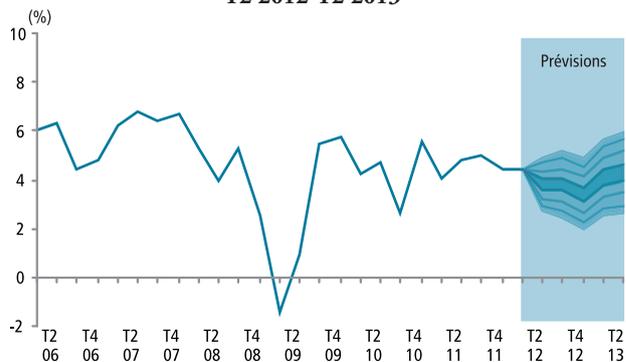
La valeur ajoutée de l'industrie de transformation, pour sa part, devrait connaître une légère décélération, reflétant l'affaiblissement de la demande extérieure. Ainsi, sa croissance serait de 3,2% et 3,3% respectivement au deuxième et au troisième trimestre 2012 après 3,5% au premier trimestre. Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juillet 2012 corroborent ces évolutions, indiquant une baisse de la production industrielle accompagnée

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T2 2012-T2 2013\*



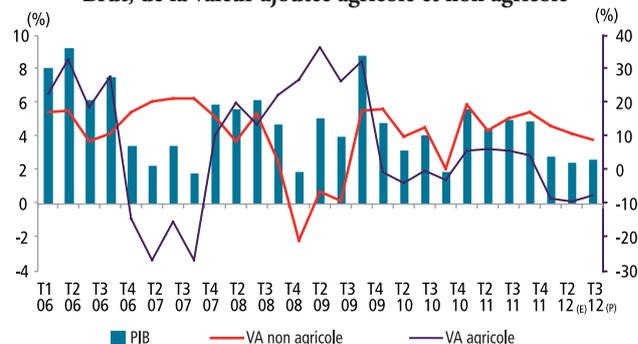
(\*) Éventails en fonction de l'écart type  
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Projections de la croissance non agricole T2 2012-T2 2013\*



(\*) Éventails en fonction de l'écart type  
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.3 : Evolution trimestrielle du Produit Intérieur Brut, de la valeur ajoutée agricole et non agricole



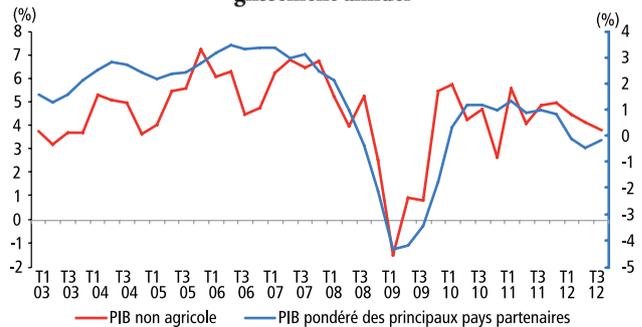
Sources : HCP et prévisions de BAM

d'une diminution des commandes reçues et d'un niveau de stocks de produits finis estimé inférieur à la normale. Bien qu'en hausse, les ventes ont été orientées essentiellement vers le marché local. Pour les trois prochains mois, les perspectives d'évolution de l'activité sont globalement favorables, avec toutefois une baisse anticipée des ventes et une augmentation prévue des prix des produits finis.

Concernant la branche « électricité et eau », elle aurait maintenu sa bonne orientation, avec une croissance estimée à 7,3% au deuxième trimestre après des hausses importantes de 12,6% et 12,8% respectivement au premier trimestre 2012 et au quatrième trimestre 2011. A fin juillet, la production nette de l'Office national de l'électricité s'est accrue de 11,6% contre 4,9% au cours de la même période de l'année précédente, réduisant ainsi l'évolution des importations de 35,3% à 3,2%. Les ventes ont, pour leur part, augmenté de 8,1%, reflétant un accroissement de 7,8% des ventes de haute tension destinées essentiellement aux industriels et de 9,4% de celles de basse tension relatives à la consommation des ménages. Le dynamisme ainsi observé devrait se poursuivre au troisième trimestre 2012, avec une croissance prévue à 8%, liée essentiellement à la forte consommation enregistrée au cours des derniers mois, suite aux vagues de chaleur récurrentes.

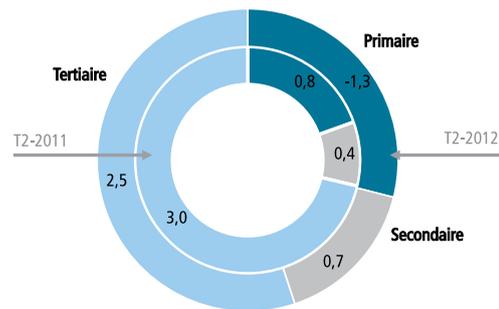
La branche du bâtiment et travaux publics devrait connaître un ralentissement au cours du deuxième et troisième trimestre, sous l'effet essentiellement de la baisse de l'activité pendant les périodes de forte chaleur et de la coïncidence cette année du mois de Ramadan avec le mois d'août. Les indicateurs à haute fréquence indiquent une baisse des ventes de ciment de 1,7% au titre du deuxième trimestre. A fin juillet, elles ont décéléré à 5,6% après 8,7% au cours de la même période une année auparavant. Les crédits immobiliers ont par contre évolué positivement de 7,6%, avec une hausse de 10,4% des crédits à l'habitat et de 2,1% des crédits accordés aux promoteurs immobiliers. La branche devrait croître ainsi de 4,8% et 3,8% respectivement au deuxième et troisième trimestre 2012 après une hausse de 5,7% enregistrée au premier trimestre.

**Graphique 1.4 : Évolution trimestrielle du produit intérieur brut non agricole national et du PIB des pays partenaires, en glissement annuel**



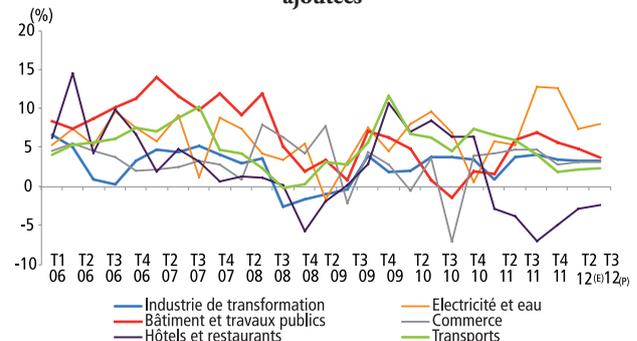
Sources : FMI, HCP, calculs et prévisions de BAM

**Graphique 1.5 : Contributions en points de pourcentage des secteurs primaire, secondaire et tertiaire à la croissance globale**



Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

**Graphique 1.6 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées**



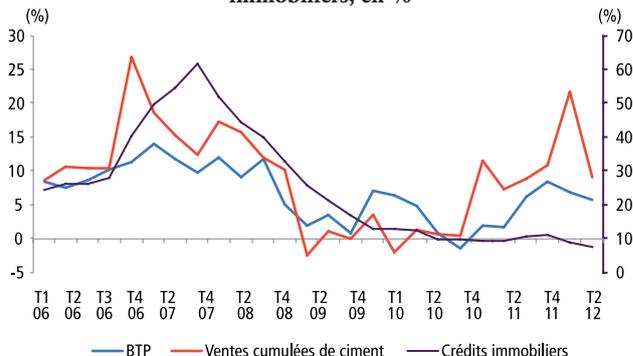
Sources : HCP et prévisions de BAM

Pour sa part, le secteur tertiaire devrait enregistrer un léger ralentissement de sa croissance, qui s'établirait autour de 5,3% au deuxième et troisième trimestre, en recul de près de 0,6 point de pourcentage par rapport au premier trimestre 2012.

La progression des valeurs ajoutées des branches du commerce et du transport serait aux alentours de 3% et 2% respectivement au deuxième semestre, reflétant la croissance modérée des autres branches non agricoles et la contraction de celle agricole (Tableau 1.1).

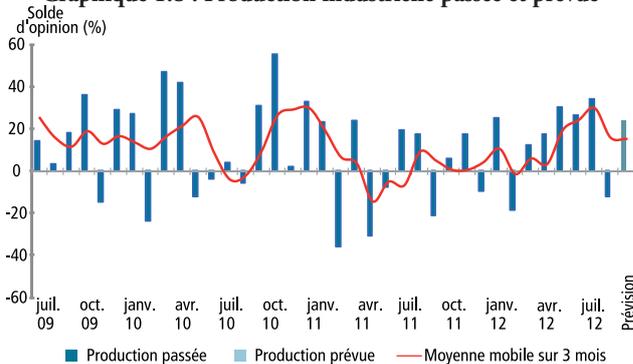
Quant à l'activité des postes et télécommunications, elle aurait enregistré une croissance de 10,2% au deuxième trimestre, poursuivant ainsi son fort dynamisme observé depuis le quatrième trimestre 2010. Ainsi, mis à part le parc de la téléphonie fixe, qui a affiché une nouvelle baisse de 5,5% du nombre de ses abonnés au deuxième trimestre, celui de la téléphonie mobile s'est accru de 7% après 8,6% au premier trimestre. Parallèlement, le nombre des abonnés au service Internet a augmenté de 60,2% au deuxième trimestre après 56,5% le trimestre précédent.

**Graphique 1.7 : Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers, en %**



Sources : APC, BAM et prévisions de BAM

**Graphique 1.8 : Production industrielle passée et prévue**



Source : Enquête mensuelle de Conjoncture dans l'industrie de BAM

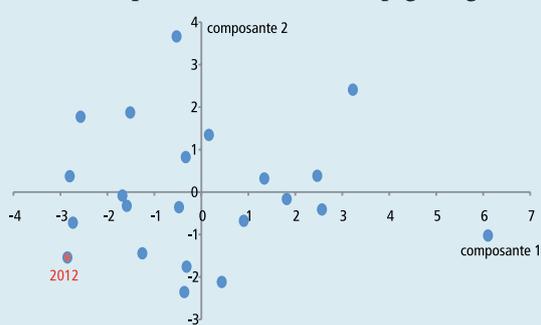
**Encadré 1.1 : Caractéristiques de la campagne agricole 2011-2012 et prévision de la production céréalière**

La campagne agricole 2011-2012 s'est caractérisée par une période de sécheresse qui a sévi pendant quatre mois et demi environ (de décembre à mars) avec une période exceptionnelle de froid d'une durée de deux mois (janvier et février). La combinaison de ces deux facteurs a entravé la croissance des cultures céréalières. Les précipitations printanières ont permis, cependant, d'améliorer le potentiel de rendement des champs qui ont été maintenus en bon état grâce à l'apport en irrigation d'appoint et au semis précoce.

Ces conditions font la spécificité de cette campagne par rapport aux 21 dernières années (Graphique E1.1.1). Ainsi, l'écart observé entre les dernières prévisions de la production céréalière établies par la Banque (environ 40 millions de quintaux) et l'estimation du Ministère de l'Agriculture (51 millions de quintaux), tout en restant à un seuil acceptable selon les normes internationales pour ce type d'exercice, est imputable essentiellement au caractère atypique des conditions climatiques ayant prévalu durant cette année.

Afin d'améliorer la précision des projections de la production céréalière, un nouvel outil qui intègre des données relatives à l'indice de végétation, produites par le Centre Royal de Télédétection Spatiale, complètera le dispositif déjà mis en place. L'indice calculé à travers ces observations présente, entre autres, l'avantage de fournir une information directe sur l'état de la culture et non une donnée dont l'influence, prouvée, sur la culture peut varier pour différentes raisons comme c'est le cas des variables climatiques.

**Graphique E 1.1.1 : Caractéristiques des conditions climatiques des 22 dernières campagnes agricoles**



Les variables de base : 3 variables portant sur les précipitations et 5 variables sur les températures. Les deux axes issus de l'analyse en composantes principales représentent 88% de l'information climatique disponible.

Sources : Ministère de l'agriculture, du développement rural et des Pêches Maritimes, Direction de la météorologie nationale, Centre royal de télédétection spatiale et calcul BAM

En revanche, la valeur ajoutée des activités touristiques aurait poursuivi sa contraction observée depuis le deuxième trimestre 2011. Néanmoins, elle devrait connaître une atténuation de sa baisse par rapport au premier trimestre 2012, s'établissant ainsi à -2,9% et -2,4% respectivement au cours du deuxième et troisième trimestre. Selon les derniers indicateurs disponibles à fin juin, le flux touristique a baissé de 1,6% et les nuitées recensées par les unités classées de 4%, ramenant le taux d'occupation à 39% après 41% au cours de la même période de 2011.

La prévision de la croissance pour l'année 2013 demeure entourée d'incertitude quant à la performance du secteur agricole et la durabilité de la crise chez nos principaux partenaires. Partant d'un scénario moyen de la production céréalière, la croissance du PIB pourrait être comprise entre 4% et 5%

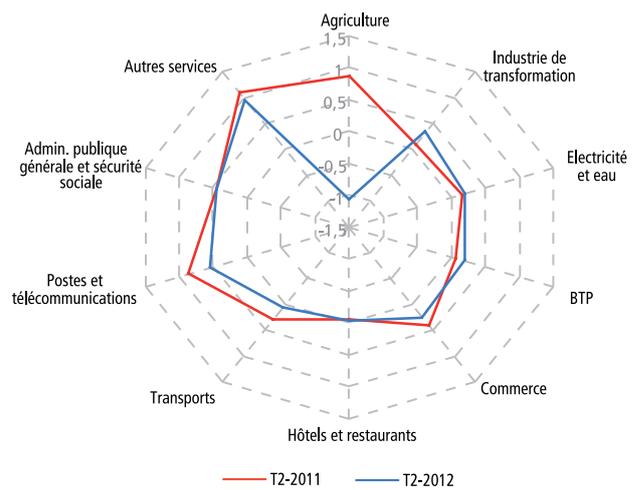
## 1.2 Consommation

La consommation finale nationale a enregistré une croissance réelle de 4,9% au premier trimestre 2012 contre 8,6% au quatrième trimestre 2011. Cette évolution recouvre un ralentissement de la consommation finale des ménages, de 9,7% à 4,8%, et un renforcement de celle des administrations publiques de 4,7% à 5,6%.

Bien qu'en décélération par rapport au rythme de croissance observé en 2011, sous l'effet notamment de la dégradation de l'activité des principaux pays partenaires et du tassement des transferts courants, la consommation finale nationale devrait maintenir un rythme de croissance soutenu au cours du reste de l'année.

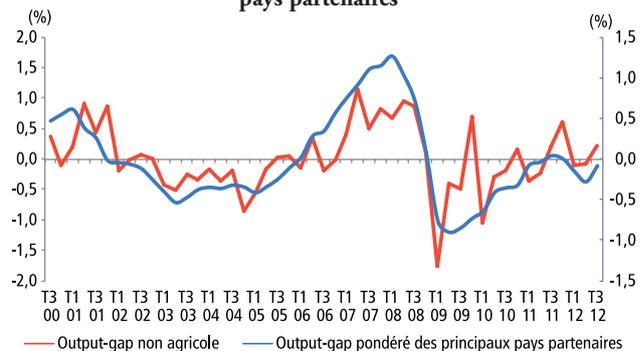
En effet, les dernières données disponibles indiquent une évolution mitigée des principaux indicateurs liés à la consommation. Les transferts des MRE et les recettes de voyage se sont repliés de 1,8% et 5,0% respectivement à fin août 2012, après une hausse de 7,7% et 7,1% au cours de la même période une année auparavant. D'autre part, l'indice de confiance des ménages, publié par le HCP, a marqué une baisse de 5,1 points de pourcentage au deuxième trimestre 2012 par rapport à son niveau de l'année dernière, indiquant une détérioration de la perception

Graphique 1.9 : Contributions des branches d'activités à la croissance globale



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

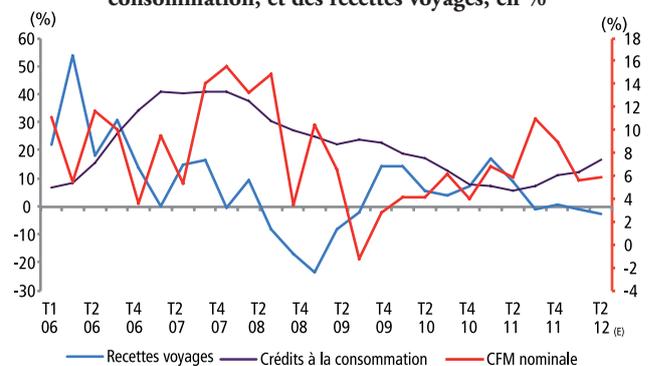
Graphique 1.10 : Indicateur composite avancé pondéré des pays partenaires\*



\* L'indicateur composite pondéré des pays partenaires est construit à partir de la composante cyclique des indicateurs composites avancés de l'OCDE dans les principaux pays partenaires du Maroc (France, Espagne, Allemagne, Italie) pondérés par la part des pays en question dans les exportations du Maroc

Sources : OCDE et calcul BAM

Graphique 1.11 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de la consommation finale des ménages, des crédits à la consommation, et des recettes voyages, en %



Sources : HCP, OC et calculs et prévisions BAM

des ménages quant à l'évolution des principaux indicateurs relatifs au chômage, au niveau de vie général et à leur situation financière.

Parallèlement, les importations des produits finis de consommation ont progressé de 8,5% à fin août 2012, contre 9,4% une année auparavant. L'inflation est demeurée à un rythme modéré et les salaires ont connu globalement une appréciation (chapitre 2). De même, les crédits à la consommation se sont accrus de 22,4% à fin juillet 2012 contre 5,4% une année auparavant. En termes d'emploi, 112.000 postes d'emploi ont été créés, en une année, au deuxième trimestre 2012.

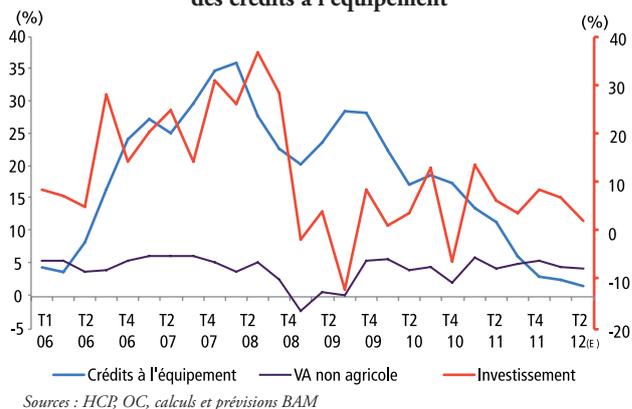
S'agissant de la consommation des administrations publiques, elle devrait poursuivre son dynamisme observé au cours du premier trimestre. En effet, les dépenses de fonctionnement se sont accrues de 12,4% à fin juillet, contre une baisse de 1,3% à la même période une année auparavant, recouvrant une progression de 13,4% des dépenses du personnel et 10,2% de celles au titre des autres biens et services.

### 1.3 Investissement

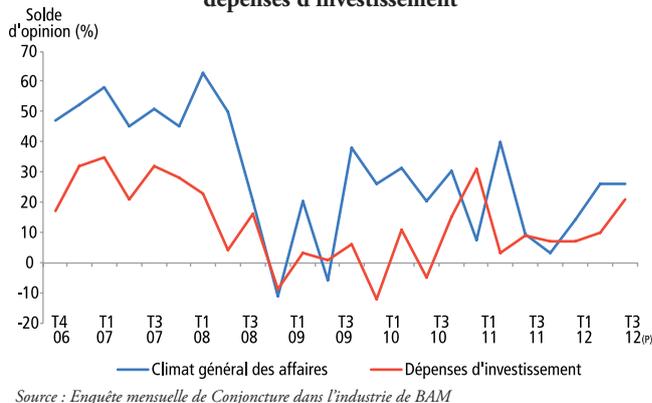
Dans un contexte de ralentissement de la croissance nationale, l'investissement a légèrement décéléré à 6,1%, en termes réels, au premier trimestre 2012, contre 6,8% au quatrième trimestre 2011. Cette évolution devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres comme en témoignent les dernières données disponibles. En effet, les crédits à l'équipement ont fléchi de 2,9% à fin juillet contre une augmentation de 7,3% une année auparavant. De même, les recettes au titre des investissements et prêts privés ont ralenti à 3,4% à fin août 2012, après une hausse de 9,5% sur la même période une année auparavant.

L'investissement demeure toutefois soutenu par la bonne orientation des activités de la branche du bâtiment et travaux publics. Dans le même sillage, les résultats trimestriels de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib révèlent un climat des affaires jugé globalement bon. Les mêmes résultats indiquent une augmentation des dépenses d'investissement au deuxième trimestre 2012

Graphique 1.12 : Évolution trimestrielle en glissement annuel de l'investissement total, de la valeur ajoutée non agricole, et des crédits à l'équipement



Graphique 1.13 : Évolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement



### Encadré 1.2 : Évolutions budgétaires à fin juillet 2012

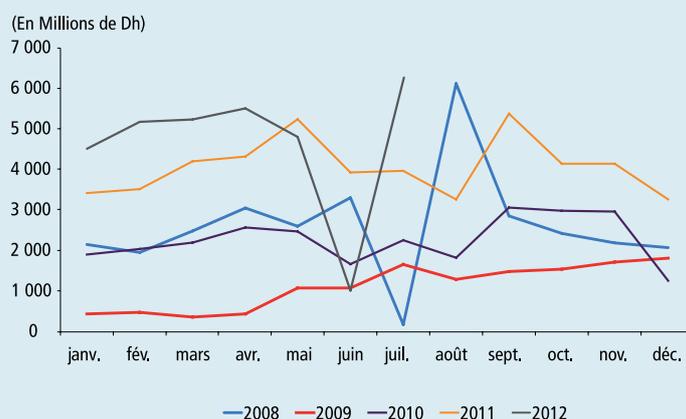
L'exécution budgétaire au terme du mois de juillet 2012 fait ressortir un déficit de 24,6 milliards de dirhams, au lieu de 21,4 milliards à fin juin et 18,3 milliards un an auparavant. Cette orientation reflète une hausse de 5,9% des recettes ordinaires, rythme moins rapide que celui de 12,1% observé au niveau des charges ordinaires, les dépenses d'investissement ayant de nouveau baissé de 7,6%. Au regard de l'évolution des prix des matières premières et énergétiques au niveau international, l'exécution budgétaire au titre du mois de juillet a été marquée par un flux mensuel de 6,3 milliards de dirhams des charges de compensation, au lieu de 4,4 milliards en moyenne depuis le début de l'année. Elle a également connu le recours massif du Trésor à l'endettement intérieur, accompagné d'un flux extérieur net négatif.

D'un montant de 130,7 milliards, les recettes ordinaires du Trésor ont progressé de 5,9%, recouvrant une hausse de 7% des recettes fiscales et une baisse de celles non fiscales hors privatisation de 2,5% à 12,3 milliards comparativement à fin juillet 2011. L'augmentation des recettes fiscales reflète une amélioration des rentrées des impôts directs, indirects et des recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre, ainsi qu'une baisse des droits de douane.

Le produit des impôts directs a augmenté de 9,9% à 45,5 milliards, traduisant essentiellement un accroissement de 5,4% des rentrées de l'impôt sur les sociétés à 25,6 milliards et une hausse de 20,5% des recettes de l'impôt sur le revenu à 19 milliards. Pour leur part, les recettes des impôts indirects se sont accrues de 6% pour atteindre 58,8 milliards de dirhams. Le produit de la TVA a progressé de 7,3% à 45,9 milliards, attribuable à des augmentations de 8,2% et 6% des recettes, respectivement, de la TVA sur les importations et à l'intérieur. De même, la taxe intérieure de consommation (TIC) a généré 12,9 milliards, en amélioration de 1,6%, recouvrant une hausse des recettes des taxes liées aux tabacs manufacturés, de celles sur les produits énergétiques ainsi qu'une baisse de 55 millions de dirhams des autres TIC. Quant aux recettes des droits de douane, d'un montant de 5,5 milliards, elles ont été en repli de 7,4% à fin juillet 2012, les droits d'enregistrement et de timbre ayant progressé de 5,6% à 7,2 milliards.

Les recettes non fiscales, hors privatisation, ont enregistré une baisse de 2,5% pour un total de 12,3 milliards de dirhams. Les recettes de monopole et participations ont été de 8,7 milliards, en hausse de 7,6% par rapport à fin juillet 2011, provenant pour l'essentiel de l'OCF pour un montant de 4 milliards, de Maroc Télécom pour 2,2 milliards, de l'Agence de la conservation foncière, du cadastre et de la cartographie pour 1 milliard et de Bank Al-Maghrib pour 743 millions de dirhams.

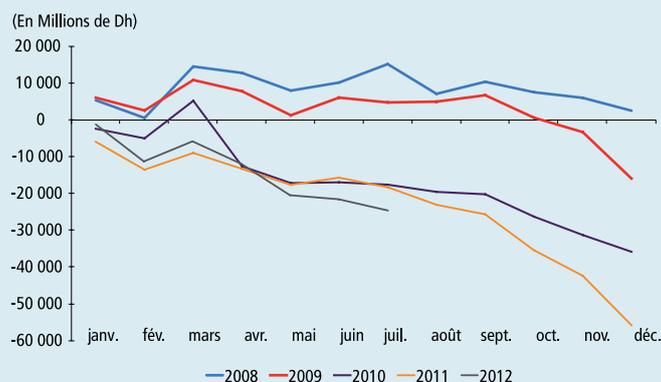
Graphique E1.2.1 : Dépenses de compensation, en flux mensuels



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Les dépenses globales se sont élevées à 160,6 milliards de dirhams, en hausse de 8,7%. Cette évolution recouvre une baisse de 7,6% des dépenses d'investissement à 23,4 milliards et une hausse de 12,1% des dépenses ordinaires à 137,3 milliards de dirhams. En effet, les dépenses de fonctionnement ont progressé de 12,4% à 78,6 milliards, reflétant une hausse de 13,4% des dépenses de personnel à 55,9 milliards et de 10,2% des charges des autres biens et services à 22,7 milliards. Il en est de même des charges en intérêts de la dette qui ont augmenté de 11,6% à 12,4 milliards. Quant aux dépenses de compensation, elles se sont alourdies de 13,6% par rapport à fin juillet 2011 à 32,5 milliards, dont 6,3 milliards au titre du seul mois de juillet, contre une moyenne mensuelle de près de 4,4 milliards au cours des six premiers mois de l'année 2012.

Graphique E1.2.2 : Solde budgétaire cumulé en fin de mois



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Dans ces conditions, le solde ordinaire ressort déficitaire à hauteur de 6,6 milliards, au lieu de 3,4 milliards à fin juin 2012 et contre un excédent de 990 millions au terme du mois de juillet 2011. Suite au remboursement d'arriérés de paiement pour un montant de 6,9 milliards, le stock des arriérés s'est stabilisé à 18,4 milliards au lieu de 25,3 milliards en décembre 2011. Compte tenu de cette évolution des arriérés et du solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 5,4 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 31,5 milliards, au lieu de 15,8 milliards au terme de la même période de l'année précédente. Le Trésor a financé son besoin exclusivement par des ressources intérieures d'un montant de 34,4 milliards, dont 25 milliards ont été levés par voie d'adjudication sur le marché des bons du Trésor et 2,2 milliards proviennent des dépôts auprès du Trésor. En revanche, le flux net extérieur a été négatif à hauteur de 3 milliards de dirhams.

Tableau E 1.2.1 : Evolutions budgétaires à fin juillet

	juillet 2009	juillet 2010	juillet 2011	juillet 2012	Evolution % 2012/2011	Loi de Finances 2012	Taux d'exécution, %
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>116 099</b>	<b>115 966</b>	<b>123 407</b>	<b>130 652</b>	<b>5,9</b>	<b>213 171</b>	<b>61,3</b>
Recettes fiscales	103 884	103 923	109 335	117 018	7,0	193 610	60,4
Impôt sur les sociétés	27 735	21 642	24 269	25 579	5,4	41 543	61,6
Impôt sur le revenu	16 330	15 092	15 756	18 993	20,5	28 959	65,6
T.V.A.	33 851	39 659	42 741	45 856	7,3	76 367	60,0
<b>Dépenses globales</b>	<b>124 372</b>	<b>136 739</b>	<b>147 749</b>	<b>160 625</b>	<b>8,7</b>	<b>262 986</b>	<b>61,1</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>94 443</b>	<b>108 586</b>	<b>122 417</b>	<b>137 224</b>	<b>12,1</b>	<b>216 994</b>	<b>63,2</b>
Personnel	42 767	44 885	49 294	55 894	13,4	93 508	59,8
Autres biens et services	24 891	25 928	20 592	22 683	10,2	47 807	47,4
Intérêt de la dette publique	11 169	10 767	11 109	12 395	11,6	20 244	61,2
Compensation	5 461	15 108	28 600	32 495	13,6	32 525	99,9
<b>Solde ordinaire</b>	<b>21 656</b>	<b>7 381</b>	<b>990</b>	<b>-6 572</b>		<b>-3 823</b>	
Solde primaire	15 925	-6 703	-7 201	-12 188		-26 571	
Investissement	29 929	28 153	25 332	23 401	-7,6	45 992	50,9
Solde des CST	13 029	3 302	6 033	5 390	-10,7	3 000	
<b>Déficit /Excédent global</b>	<b>4 756</b>	<b>-17 470</b>	<b>-18 309</b>	<b>-24 583</b>		<b>-46 815</b>	
Variation des arriérés	218	1 438	2 552	-6 877		-17 000	
<b>Besoin /Excédent de financement</b>	<b>4 974</b>	<b>-16 032</b>	<b>-15 757</b>	<b>-31 460</b>		<b>-63 815</b>	
Financement intérieur	-8 103	10 969	8 573	34 432		47 267	
Financement extérieur	3 130	5 028	1 866	-2 972		13 348	

Source : Ministère de l'Economie et des Finances

par rapport au trimestre précédent, avec des anticipations globalement favorables quant à leur évolution à court terme.

Parallèlement, les importations de produits finis d'équipement ont marqué, à fin août, une augmentation de 9,5% contre un repli de 2,3% en 2011.

Au niveau de l'administration publique, les dernières données relatives à la situation des charges et ressources du Trésor indiquent une contraction de 7,6% des dépenses d'investissement du Trésor à fin juillet 2012, contre une baisse de 10% à la même période une année auparavant et 23,7% en moyenne sur les six premiers mois de l'année en cours.

Au total, l'investissement devrait connaître un ralentissement de son rythme de progression par rapport à l'année précédente, en lien notamment avec le recul de l'investissement public.

## 1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin août indiquent la poursuite du creusement du déficit commercial en glissement annuel, sous l'effet de la hausse plus importante des importations par rapport à celle des exportations.

En effet, la balance commerciale a enregistré un déficit de 128,6 milliards de dirhams, en hausse de 6,1% comparativement à la même période de l'année précédente, contre une aggravation de 21,7% un an auparavant. Cette évolution résulte de l'augmentation de 4,7% ou de 11,2 milliards de dirhams des importations, plus rapide que celle de 3,3% ou de 3,8 milliards des exportations. Le taux de couverture s'est ainsi situé à 48,3%.

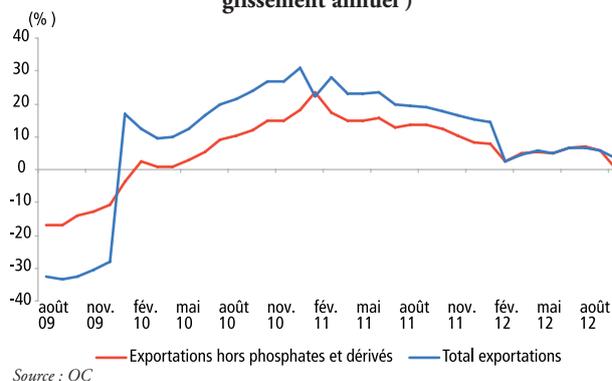
L'évolution des exportations s'explique pour l'essentiel par la progression des ventes des produits énergétiques, qui ont quasiment doublé en une année, totalisant 6,3 milliards de dirhams et, représentant une part de 5,3% dans le total des exportations contre 2,7% l'année précédente. Cette hausse est due, pour l'essentiel, à l'amélioration de l'avitaillement du pavillon étranger, en gasoil et fuel et en huile de pétrole, dont les livraisons se sont sensiblement accrues passant respectivement de 556,3 millions

**Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois d'août 2012**

(En millions de dirhams)	août		Variations	
	2011	2012*	Montant	%
<b>Exportations globales</b>	<b>116 133,5</b>	<b>119 976,3</b>	<b>+3 842,8</b>	<b>+ 3,3</b>
Exportations de phosphates et dérivés	30 858,8	32 648,5	+1 789,7	+ 5,8
Exportations hors phosphates et dérivés	85 274,7	87 327,8	+2053,1	+ 2,4
Produits énergétiques	3 181,2	6340,1	+ 3 158,9	+99,3
Voitures de tourisme	662,2	3331,3	+ 2 669,1	-
Fils et câbles pour l'électricité	10 754,9	10 145,7	-609,2	-5,7
Articles de bonneterie	5 358,5	5 002,1	-356,4	-6,7
<b>Importations globales</b>	<b>237 403,1</b>	<b>248 625,6</b>	<b>+11 222,5</b>	<b>+4,7</b>
Importations de produits énergétiques	60 106,6	64 703,7	+4 597,1	+7,6
Importations hors énergie	177 296,5	183 921,9	+6 625,4	+3,7
Demi-produits	50 830,1	50 464,2	-365,9	-0,7
Produits alimentaires	26 136,3	26 785,8	+649,5	+2,5
Biens de consommation	40 507,2	43 963,2	+3 456,0	+8,5
Biens d'équipement	44 768,0	49 035,1	+4 267,1	+9,5
<b>Déficit commercial</b>	<b>121 269,6</b>	<b>128 649,3</b>	<b>73 79,7</b>	<b>+6,1</b>

\* Données provisoires  
Source : OC

**Graphique 1.14 : Cumul des exportations (Variation en glissement annuel)**



et de 2,5 à 2,2 et 3,8 milliards de dirhams. Quant aux expéditions de phosphates et dérivés, elles ont crû de 5,8%, atteignant 32,6 milliards de dirhams. En revanche, les autres exportations<sup>1</sup> se sont chiffrées à près de 81 milliards de dirhams, en régression annuelle de 1,3%. Cette évolution est attribuable notamment aux baisses respectives des ventes de vêtements confectionnés, de fils et câbles et d'articles de bonneterie de 2,8%, de 5,7% et de 6,7%, atténuées par l'amélioration remarquable des exportations de voitures de tourisme, passant, en un an, de 662,2 millions de dirhams à 3,3 milliards à fin août 2012.

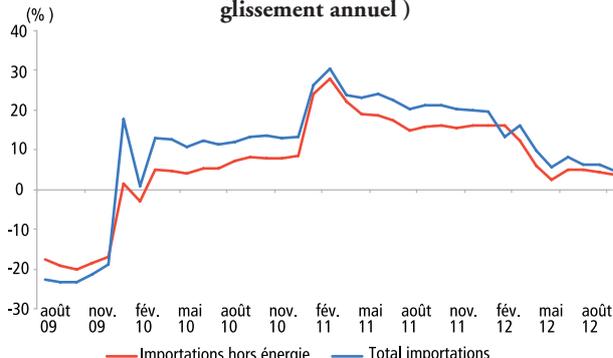
En regard, la hausse des importations est liée à la progression de la majorité des catégories de produits. La facture énergétique, chiffrée à 64,7 milliards de dirhams, s'est ainsi accrue de 7,6%, en liaison principalement avec l'augmentation de 5% du prix moyen de la tonne importée de pétrole brut, qui s'est élevé à 6 525 dirhams. De son côté, le volume importé du pétrole brut a reculé de 2%, atteignant 3 235,9 milliers de tonne.

De même, les achats de gasoil et fuel, ainsi que ceux de gaz de pétrole et autres hydrocarbures se sont accrues respectivement de 14,1% et de 11,7%, s'établissant à 23,5 et 12,1 milliards de dirhams.

Hors énergie, les importations ont progressé de 3,7%, s'élevant à près de 184 milliards de dirhams. Ainsi, les importations de produits d'équipement, de l'ordre de 49 milliards ont enregistré un accroissement de 9,5%, lié notamment à la hausse de 47,9% des achats de voitures industrielles. De même, les importations de biens de consommation se sont élevées à près de 44 milliards de dirhams, soit une augmentation de 8,5%, en relation avec les hausses respectives de 17,7% et de 8% des acquisitions de voitures de tourisme et de tissus et fils de fibres. Pour leur part, les achats des produits alimentaires se sont accrues de 2,5%, totalisant 26,8 milliards de dirhams, en liaison avec la progression de 13,8% des importations du sucre, chiffrées à 3,7 milliards de dirhams et celle de 1,5% des achats de maïs avec 3,3 milliards. Cependant, les approvisionnements en blé, limités à 6,6 milliards de dirhams, ont diminué de 14,3%. En revanche, les importations de demi-produits, ont enregistré un léger repli de 0,7%, s'établissant à 50,5 milliards.

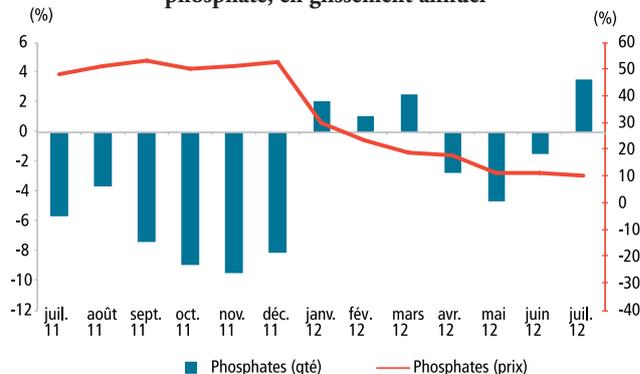
<sup>1</sup>Exportations hors phosphates et dérivés et hors énergie

Graphique 1.15 : Cumul des importations (Variation en glissement annuel)



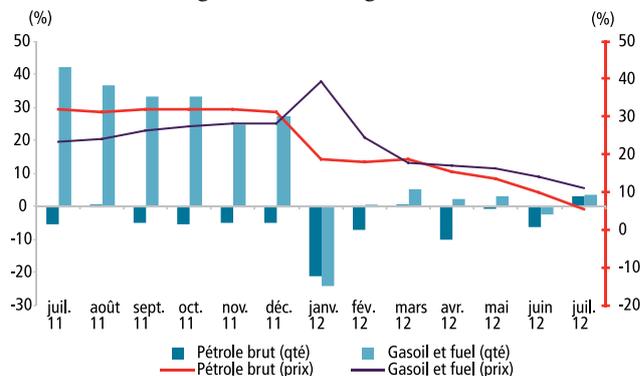
Source : OC

Graphique 1.16 : Evolution des quantités et du prix du phosphate, en glissement annuel



Source : OC

Graphique 1.17 : Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel, en glissement annuel



Source : OC

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

Traduisant les effets combinés de l'affaiblissement de l'activité au niveau international, en particulier chez nos principaux pays partenaires, et du léger ralentissement de la demande intérieure, l'output gap non agricole devrait, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, évoluer à des niveaux très proches de zéro au cours du deuxième et du troisième trimestre 2012. De même, les résultats de l'enquête mensuelle de la Banque du mois de juillet 2012 montrent que le taux d'utilisation des capacités de production global et celui hors raffinage, se sont situés autour de leurs moyennes historiques, soit respectivement 72% et 70%. En matière d'emploi, le deuxième trimestre 2012 a été marqué par une baisse du taux de chômage de 0,6 point à 8,1% comparativement à la même période de l'année précédente, reflétant la diminution de 1,2 point de pourcentage en milieu urbain à 12,3% et une stabilisation en zone rurale à 3,5%. Sur la même période, les données sur les salaires dans le secteur privé indiquent la poursuite de leur hausse en termes nominal et réel. Au total, bien que les données font ressortir certaines tensions sur les coûts de production, notamment ceux relatifs aux coûts financiers et aux prix des matières premières énergétiques, l'analyse de l'ensemble des facteurs ne laisse pas présager de pressions importantes sur les prix au cours des prochains trimestres.

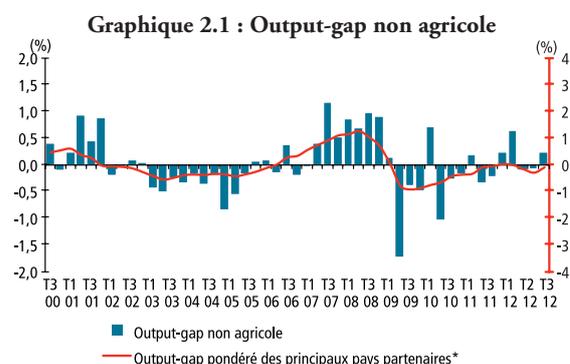
### 2.1 Tensions sur les capacités de production<sup>1</sup>

Selon les dernières estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap non agricole devrait se situer à des niveaux non significativement différents de zéro au cours des deuxième et troisième trimestres de cette année. Pour les prochains trimestres, la dégradation significative de l'activité économique au niveau international, principalement chez nos principaux partenaires, conjuguée à un léger ralentissement de la demande intérieure, devraient amoindrir les pressions de la demande globale sur les prix, déjà modérées (Graphique 2.1).

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) a marqué de faibles fluctuations depuis le début de l'année pour se situer autour de sa moyenne historique à 72% en juillet 2012, tel qu'il ressort de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib.

Par secteur, seules les industries mécaniques et métallurgiques ont accusé une légère baisse du TUC en juillet d'un mois à l'autre, revenant de 66% à 64%, ceux des autres branches ayant globalement stagné (Graphique 2.3).

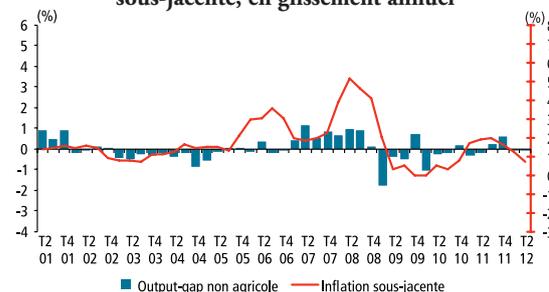
Au niveau des coûts pour les entreprises



\* Calculé sur la base des PIB des 5 premiers pays partenaires économiques du Maroc pondérés par leurs poids respectifs dans les exportations totales du Maroc.

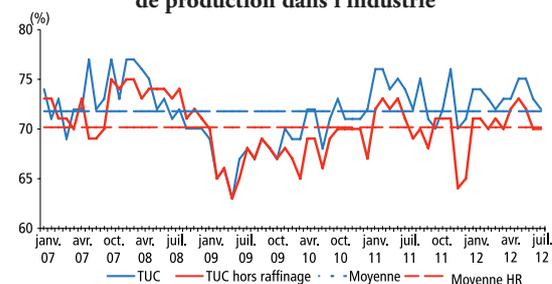
Sources : HCP et estimations BAM

### Graphique 2.2 : Output-gap non agricole et inflation sous-jacente, en glissement annuel



Sources : HCP et estimations BAM

### Graphique 2.3 : Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

<sup>1</sup> Calculé sur la base des PIB des 5 premiers pays partenaires économiques du Maroc pondérés par leurs poids respectifs dans les exportations totales du Maroc.

industrielles, les résultats de la même enquête révèlent une augmentation du coût unitaire de production au cours du deuxième trimestre 2012, avec toutefois une baisse du solde d'opinion de 47% à 5% d'un trimestre à l'autre. Cette évolution est imputable, selon les industriels, aux coûts financiers et aux prix des matières premières énergétiques, avec des soldes d'opinion respectifs de 42% et de 36%. Les coûts financiers ont constitué la principale source de l'augmentation du coût unitaire de production dans les industries chimiques et parachimiques et les industries mécaniques et métallurgiques, tandis que les coûts des matières premières énergétiques ont été identifiés comme étant le principal facteur de progression des coûts dans les autres branches (Graphique 2.4).

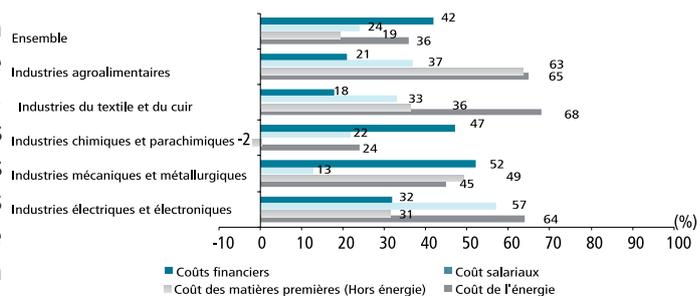
Pour sa part, l'indice de la productivité apparente du travail<sup>1</sup> dans les activités non agricoles s'est élevé à environ 124,9 points, en hausse de 1% en glissement annuel durant le deuxième trimestre 2012, contre 6,1% au premier trimestre. Cette évolution est attribuable à un accroissement du taux d'emploi à un rythme (+3,1%) inférieur à celui du PIB non agricole (4,2%) tel qu'estimé par BAM.

## 2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du deuxième trimestre 2012, la population active âgée de 15 ans et plus a marqué une légère hausse de 0,4% pour atteindre près de 11,7 millions de personnes, englobant une baisse de 1,1% en milieu rural et une augmentation de 1,7% en zone urbaine. Cette évolution s'est accompagnée par un repli du taux d'activité de 0,6 point de pourcentage à 49% (Tableau 2.1). Dans ce contexte, le taux de chômage a accusé une baisse de 0,6 point de pourcentage en glissement annuel, pour se situer à 8,1%, soit le taux le plus bas depuis le deuxième trimestre 2009. Le chômage urbain a, pour sa part, diminué de 13,5% à 12,3%, tandis que celui rural s'est stabilisé à 3,5%. Par tranche

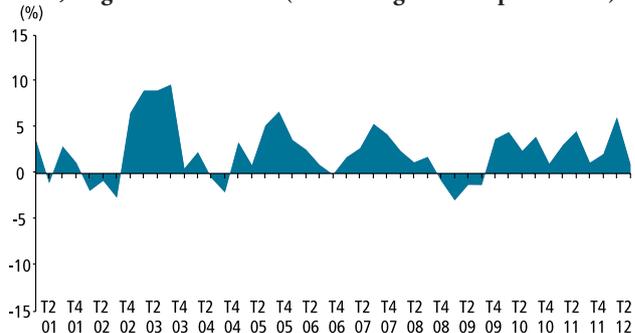
<sup>1</sup> En l'absence de données plus précises, la productivité apparente du travail est mesurée par le rapport entre la production et l'effectif employé. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car il ne prend pas en compte l'efficacité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée dans la production.

Graphique 2.4 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au deuxième trimestre 2012)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 2.5 : Variation de la productivité apparente du travail, en glissement annuel (PIB non agricole/emploi urbain) (%)



Sources : HCP et estimations BAM

Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels par milieu de résidence d'activité et de chômage<sup>(1)</sup>

En millions/en %	T2 - 2011			T2 - 2012		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Population active et emploi</b>						
Population active <sup>(2)</sup>	6055	5555	11610	6162	5494	11656
Taux d'activité (en%) <sup>(3)</sup>	43,2	59,2	49,6	43	58	49
Population active occupée	5239	5356	10595	5403	5304	10707
Taux d'emploi (en%) <sup>(4)</sup>	37,3	57	45,2	37,7	56	45
<b>Chômage</b>						
Population active en chômage	816	199	1 015	759	190	949
Taux de chômage (en%) <sup>(5)</sup>	13,5	3,6	8,7	12,3	3,5	8,1
Selon l'âge						
.15 - 24 ans	33,4	8,1	17,4	32,8	7,5	17,1
.25 - 34 ans	19,5	3,7	12,8	18,4	4,1	12,3
.35 - 44 ans	7,4	1,7	5,1	5,8	1,7	4,1
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	7,2	2,3	4,1	6,4	1,8	3,5
. Ayant un diplôme	18,2	9,5	16,2	16,7	10,9	15,4

(1) Données redressées selon les nouvelles projections de la population

(2) Population âgée de 15 ans et plus (en millions de personnes)

(3) Population active / Population totale

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

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

Source : HCP

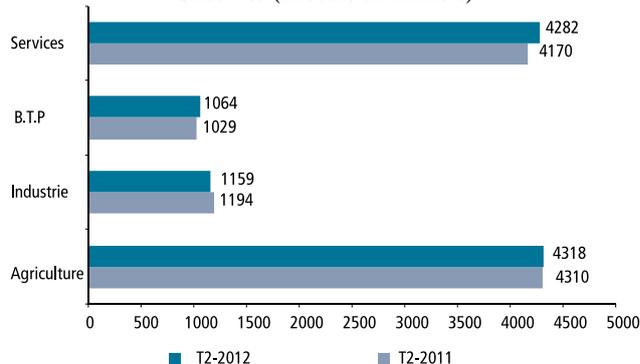
d'âge, le taux de chômage des jeunes âgés de 15 ans à 24 ans s'est établi à 17,1%, marquant ainsi une baisse limitée à 0,3 point de pourcentage, soit le repli le plus faible comparativement à celui enregistré par les autres tranches (Tableau 2.1).

La part occupée de cette population a augmenté de 1,1% à 10,7 millions d'individus au deuxième trimestre 2012 contre une diminution de 1% un trimestre auparavant. Pour sa part, le taux d'emploi est revenu de 45,2% à 45%, recouvrant une baisse d'un point à 56% en milieu rural et une hausse de 0,4 point à 37,7% dans les zones urbaines (Tableau 2.1).

Après la perte de 109.000 postes d'emplois un trimestre auparavant, le marché de l'emploi a enregistré une création nette de 112.000 postes d'emplois, résultant d'une création de 192.000 postes rémunérés et d'une perte de 80.000 postes non rémunérés. Par milieu de résidence, seul le milieu rural a accusé une perte d'emploi pour le deuxième trimestre consécutif, de l'ordre de 52.000 postes. Au niveau sectoriel, les activités agricoles, du BTP ainsi que de services, ont été les seuls pourvoyeurs d'emplois pour un total de 153.000 postes, avec des parts respectives de 6%, 22% et 72%. En revanche, le secteur de l'industrie a accusé une perte de 38.000 postes (Graphique 2.6).

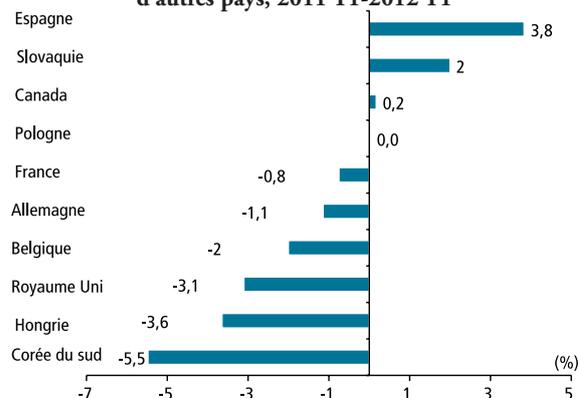
S'agissant des dernières données disponibles sur les coûts salariaux, elles indiquent un accroissement de 1,4% en glissement annuel du coût unitaire du travail<sup>1</sup> (CUT). En comparaison internationale, la progression du CUT national a dépassé celle de l'Espagne, de la Slovaquie et de Canada, soit respectivement un écart de 3,8%, de 2% et de 0,2%. Le CUT au Maroc a, en revanche, évolué moins vite que celui de la Corée du sud, de la Hongrie, du Royaume-Uni, de la Belgique, de l'Allemagne et de la France (Graphique 2.7).

Graphique 2.6 : Effectif employé selon les secteurs d'activité (effectifs en milliers)



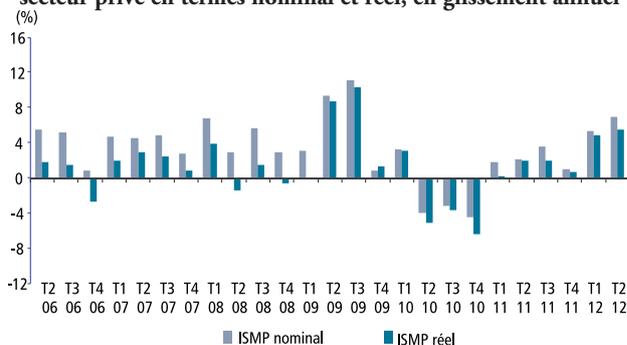
Source : HCP

Graphique 2.7: Augmentation des coûts unitaires de la main-d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2011 T1-2012 T1



Sources : Datastream et calculs BAM

Graphique 2.8 : Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel, en glissement annuel



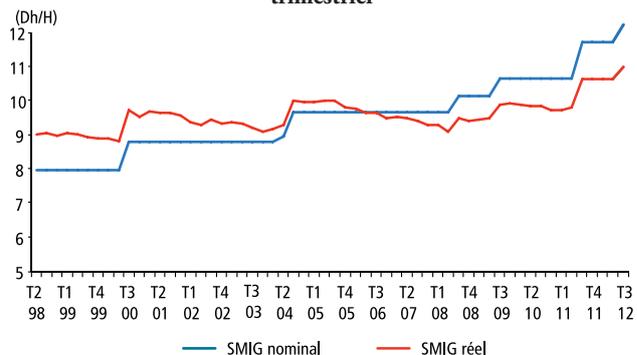
Sources : CNSS et estimations BAM

<sup>1</sup> Le CUT dans le secteur manufacturier est remplacé à partir de cette édition par le CUT global, plus pertinent pour l'évaluation des coûts salariaux au niveau national.

Pour sa part, l'indice des salaires moyens trimestriels, basé sur les données de la CNSS, a marqué une hausse en glissement annuel de 6,9% en termes nominaux et de près de 5,5% en termes réels au deuxième trimestre 2012. Cette évolution est confirmée par les résultats de l'enquête de conjoncture de BAM qui indiquent une augmentation des salaires avec un solde d'opinion de 24%.

S'agissant du SMIG horaire, après sa stagnation en termes nominaux et réels au cours du deuxième trimestre, il devrait augmenter au cours du prochain trimestre, suite à sa revalorisation intervenue en juillet 2012, de 5%, à 12,24 DH/h (Graphique 2.9). Cette évolution ne devrait avoir qu'un effet limité sur l'inflation (voir encadre Encadré 2.1 du RPM n°7 de juin 2008).

Graphique 2.9 : SMIG en termes nominal et réel, en glissement trimestriel



Sources : Ministère de l'emploi et calculs BAM

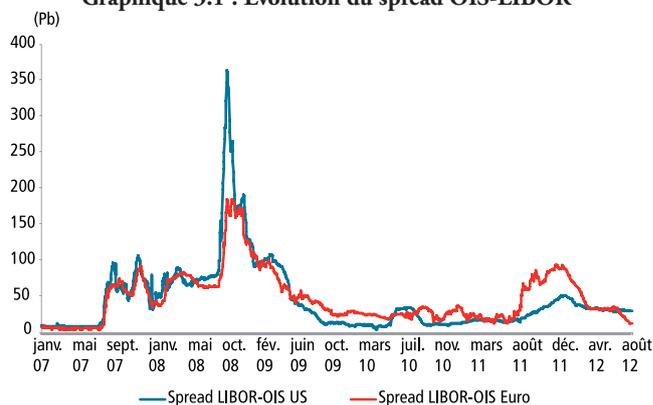
### 3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

Dans un contexte caractérisé par une relative amélioration des conditions financières, les dernières données de la conjoncture économique internationale ont révélé une dégradation de l'activité et de ses perspectives dans la zone euro et ont confirmé la diffusion des effets de la crise européenne aux autres pays avancés et aux principales économies émergentes. En effet, les marchés financiers ont été marqués ces derniers mois par une atténuation des tensions comme en témoigne la hausse des principaux indices boursiers, la baisse des taux et spreads au niveau des marchés monétaires et surtout la détente des taux obligataires, notamment espagnols et italiens. Cette évolution s'explique essentiellement par les interventions de la FED et de la BCE à travers de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. Au niveau de l'économie réelle, les comptes nationaux du deuxième trimestre 2012 ont confirmé la dégradation de l'activité dans la zone euro avec une contraction de 0,5% en glissement annuel, accompagnée d'un ralentissement significatif dans les autres pays avancés et dans les économies émergentes. L'économie américaine a démontré, toutefois, une certaine résilience face à ce contexte, son taux de croissance ayant légèrement ralenti au 2ème trimestre, passant de 2,4% à 2,3%. Dans les pays émergents et en développement, la croissance a marqué un nouveau ralentissement ; elle est ainsi passée en Chine sous 8% en glissement annuel, au plus bas depuis 2009. L'affaiblissement de la croissance a été confirmé par les récents indicateurs à haute fréquence qui, en dépit de quelques légères améliorations, demeurent à des niveaux en deçà de leur moyenne de long terme. En outre, les conditions défavorables sur le marché du travail, notamment dans les pays périphériques de la zone euro, font persister les incertitudes quant à la durée de la récession. Dans le même sens, les dernières projections du FMI de juillet 2012 indiquent des révisions plus marquées à la baisse de la croissance pour 2012 et 2013 par rapport à l'édition précédente d'avril, et ce, aussi bien dans les pays avancés que dans les principaux pays émergents. Par ailleurs, après un certain repli au cours des derniers mois, les prix des matières premières, notamment agricoles et énergétiques, se sont de nouveau orientés à la hausse, tirés principalement par des incertitudes entourant l'offre. Cette évolution a contribué à l'accroissement des pressions inflationnistes, en particulier dans la zone euro et dans quelques pays émergents et en développement. Dans l'ensemble, la dégradation de l'activité économique, le niveau élevé du chômage et les perspectives de croissance défavorables à l'international laissent indiquer la modération des tensions inflationnistes d'origine externe au cours des prochains trimestres et ce, en dépit des risques découlant des cours des matières premières.

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

Durant le mois d'août 2012, les marchés financiers ont globalement montré des signes d'apaisement en liaison avec le maintien de politiques monétaires accommodantes de la part des banques centrales des pays avancés. En outre, la BCE et la FED se sont déclarées prêtes à mettre en place les mesures nécessaires pour atténuer les tensions sur les marchés financiers et soutenir leurs économies respectives. Sur le plan économique, les données récentes indiquent une détérioration de l'activité dans la zone euro avec un ralentissement dans les autres pays avancés et dans les principales économies émergentes. Ces évolutions s'accompagnent de la persistance de difficultés sur le marché du travail, en particulier dans les pays périphériques de la zone euro.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR\*



\* « Le spread OIS-LIBOR 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

### 3.1.1 Conditions financières

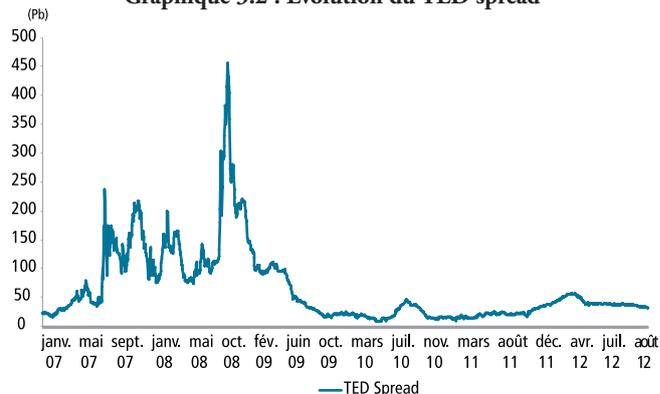
Les marchés obligataires ont été impactés par les annonces des banques centrales, les taux souverains des pays périphériques s'étant globalement détendus. Dans la zone euro, les taux de rendement à 10 ans des pays périphériques ont enregistré des diminutions de juillet à août 2012, revenant de 25,8% à 24,5% pour la Grèce, de 6,8% à 6,6% pour l'Espagne et de 10,4% à 9,8% pour le Portugal. De même, les obligations françaises ont bénéficié de taux plus bas, s'établissant à 2,1% en août contre 2,3% le mois précédent. En revanche, le taux de rendement des obligations à 10 ans de l'Allemagne a augmenté, passant de 1,23% à 1,35%, de juillet à août 2012, il s'est toutefois inscrit en baisse à la fin du mois pour s'établir à 1,27%. Pour sa part, le taux de rendement des bons du Trésor américains s'est apprécié atteignant 1,7% en août au lieu de 1,5% en juillet 2012.

Sur les marchés monétaires, les taux interbancaires ainsi que les spreads ont poursuivi leur apaisement. Ainsi, l'Euribor à 3 mois s'est établi à 0,34% en août 2012 au lieu de 0,50% le mois précédent, tandis que le Libor de même échéance a atteint 0,43% contre 0,45%. Pour sa part, le spread Libor-OIS euro a sensiblement baissé de juillet à août 2012, revenant de 25,9 points de base à 14,4 points, alors que le spread Libor-OIS dollar a quasiment stagné à 29,5 points de base, sur la même période.

Par ailleurs, la croissance du crédit au secteur privé est restée plus vigoureuse aux Etats-Unis par rapport à la zone euro. En effet, aux Etats-Unis, le crédit a progressé de 0,6% entre juin et juillet 2012 et de seulement 0,3% dans la zone euro, soit des évolutions respectives de 6% et 0,1%, en glissement annuel.

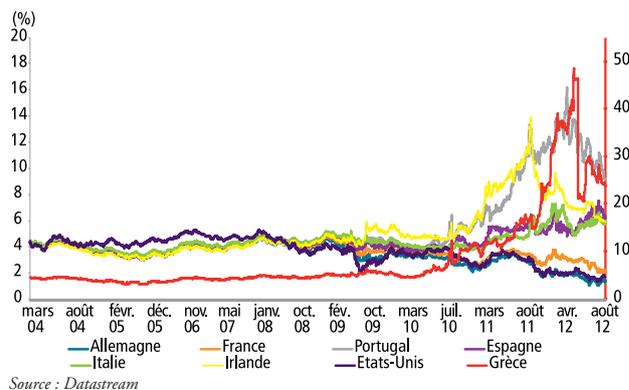
Concernant les marchés boursiers, les principaux indices des économies avancées et émergentes se sont, à l'instar du mois précédent, inscrits en hausse. En effet, des augmentations allant de 2,1% pour le NIKKEI225 à 7,2% pour le CAC40 ont été enregistrées entre juillet et août 2012.

Graphique 3.2 : Evolution du TED spread\*



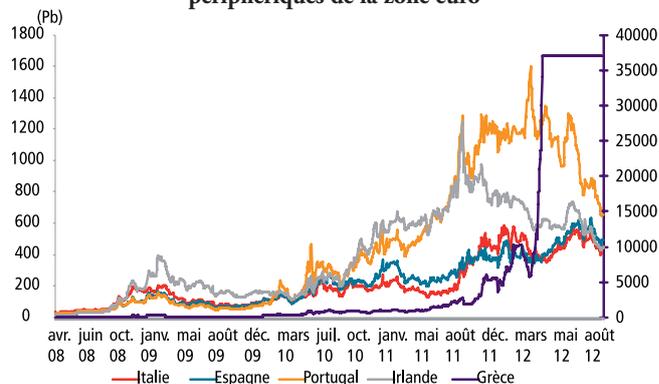
\* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.  
Source : Datastream

Graphique 3.3 : Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis



Source : Datastream

Graphique 3.4 : Evolution des CDS\* dans les pays périphériques de la zone euro



\* Les Credit Default Swaps (CDS) sur dette souveraine des pays émergents correspondent à des primes d'assurance contre le risque de défaut d'une dette souveraine donnée.  
Source : Datastream

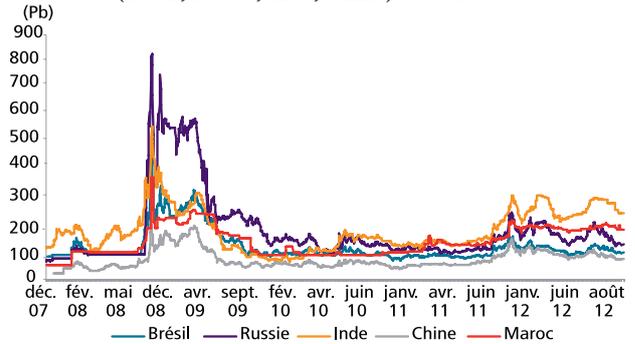
En outre, l'atténuation de la volatilité des marchés boursiers européens et américains s'est poursuivie en août 2012, les indices VSTOXX et VIX s'étant établis respectivement à 23,9 points de base et 15,4 points contre 24,7 et 17,5 points, un mois auparavant.

Les indices boursiers des économies émergentes sont également ressortis en progression et ce, pour le deuxième mois consécutif, le MSCI EM s'étant accru de 3,7% en août 2012, en glissement mensuel.

Sur les marchés de change internationaux, l'euro semble avoir bénéficié des attentes des marchés quant aux décisions que pourraient prendre la Réserve Fédérale en matière d'assouplissement monétaire. Ainsi, la monnaie unique s'est échangée à 1,24 dollar en août, soit une appréciation de 0,7%, par rapport au mois précédent et ce, après quatre mois successifs de dépréciation. Elle s'est aussi stabilisée, à partir du 24 août 2012, à son plus haut niveau du mois, soit 1,25 dollar. L'euro s'est également apprécié de 0,4% vis-à-vis du yen japonais et resté inchangé contre la livre sterling.

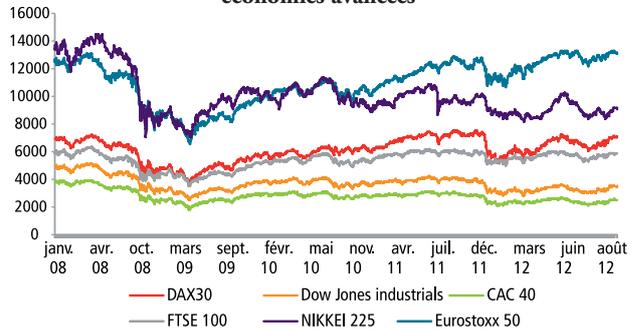
Concernant les décisions de politique monétaire, lors de sa réunion de septembre 2012, la BCE a décidé de laisser son taux directeur inchangé à 0,75% et de mettre en place l'« Outright monetary transactions » (OMT), un nouveau programme de rachat ferme d'obligations des Etats de la zone euro et ce, en raison des conditions de financement contraignantes que subissent un certain nombre de pays de la zone. L'OMT consistera en un rachat ferme des obligations de maturité comprise entre un an et trois ans et sera soumis à la stricte condition que les Etats qui souhaitent en bénéficier doivent auparavant faire appel à l'aide des fonds de secours européens, le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) et le Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Pour sa part, la FED a décidé de maintenir son taux directeur à un niveau très bas au moins jusqu'à 2015. En outre, elle s'est engagée dans un nouveau programme de rachat d'obligations, sans limite dans le temps, et ce, pour un montant de 40

**Graphique 3.5 : Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc**



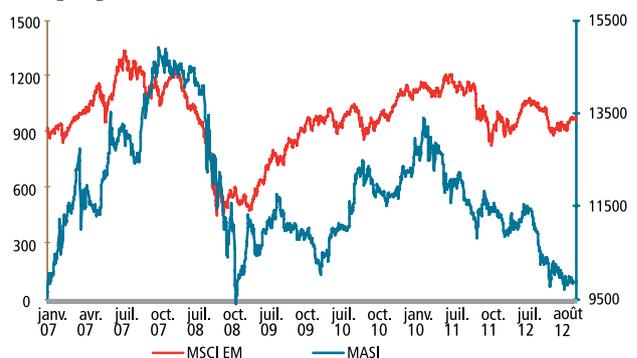
Source : Datastream

**Graphique 3.6 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**



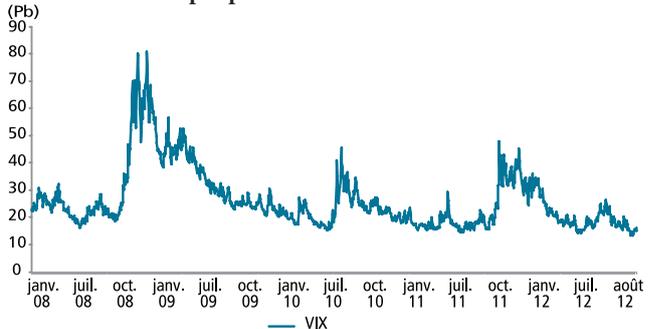
Source : Datastream

**Graphique 3.7 : Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI**



Source : Datastream

**Graphique 3.8 : Evolution du VIX\***



\* «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 en faisant 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). Plus la valeur de cet indice est forte, plus les marchés ont une nervosité élevée et donc un pessimisme élevé. » Source : Datastream

milliards de dollars par mois. Ces mesures visent essentiellement la redynamisation de la croissance économique américaine et l'amélioration des conditions du marché du travail. Face à son inquiétude vis-à-vis des perspectives économiques, la Banque du Japon a, elle aussi, décidé d'assouplir une nouvelle fois sa politique monétaire, son programme d'achat d'actifs sera augmenté de 10.000 milliards de yen. La Banque d'Angleterre a laissé, quant à elle, son taux directeur inchangé à 0,5%.

### 3.1.2 Activité économique dans le monde

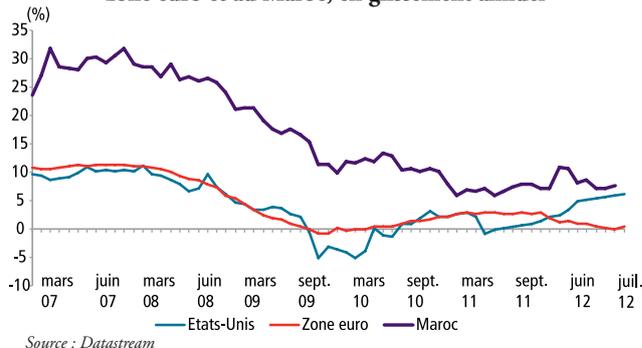
Les chiffres des comptes nationaux aux Etats-Unis relatifs au deuxième trimestre 2012 font ressortir un ralentissement de la croissance à 2,3% en glissement annuel, après 2,4% au trimestre précédent. Ce recul est lié principalement à la contribution négative de la consommation des ménages et des dépenses publiques, les exportations ayant en revanche contribué positivement à la croissance.

Dans la zone euro, selon une première estimation d'Eurostat, le PIB s'est contracté de 0,5% au deuxième trimestre en glissement annuel, après avoir stagné le trimestre précédent, tiré principalement par la récession dans les pays périphériques de la zone. Au niveau des pays partenaires, la croissance en Allemagne a ralenti à 1%, contre 1,2% le trimestre précédent, et est ressortie inchangée en France à 0,3% en glissement annuel. En Espagne, en Italie et au Royaume-Uni, le PIB s'est contracté de 1,3%, de 2,5% et de 0,5% respectivement après 0,6%, 1,4% et 0,2% le trimestre précédent.

Quant au Japon, la croissance s'est accélérée pour le deuxième trimestre consécutif, atteignant 3,6% au deuxième trimestre 2012 en glissement annuel contre 2,6% le trimestre précédent et 0,6% au quatrième trimestre 2011.

L'activité économique dans la plupart des pays émergents d'Asie ressort en ralentissement depuis le début de l'année comme en atteste notamment la croissance en Chine, qui a

Graphique 3.9 : Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc, en glissement annuel



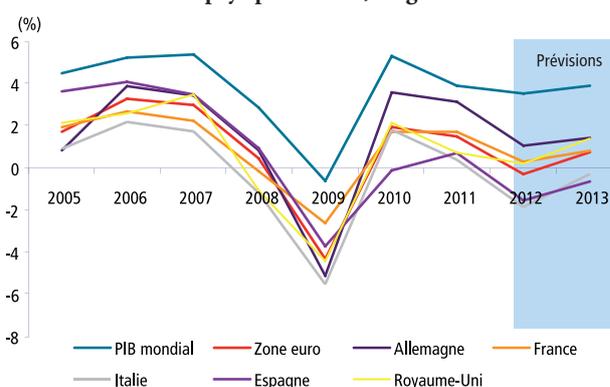
Source : Datastream

Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel

	2010		2011				2012	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
Etats-Unis	3,1	1,8	1,9	1,6	2,0	2,4	2,3	
Zone euro	2,1	2,4	1,7	1,3	0,6	0,0	-0,5	
France	1,8	2,3	1,7	1,5	1,2	0,3	0,3	
Allemagne	3,8	4,8	3,0	2,7	1,9	1,2	1,0	
Italie	1,5	1,3	1,0	0,4	-0,5	-1,4	-2,5	
Espagne	0,7	0,9	0,8	0,6	0,0	-0,6	-1,3	
Chine	9,8	9,7	9,5	9,1	8,9	8,1	7,6	

Source : Eurostat

Graphique 3.10 : Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires, en glissement annuel



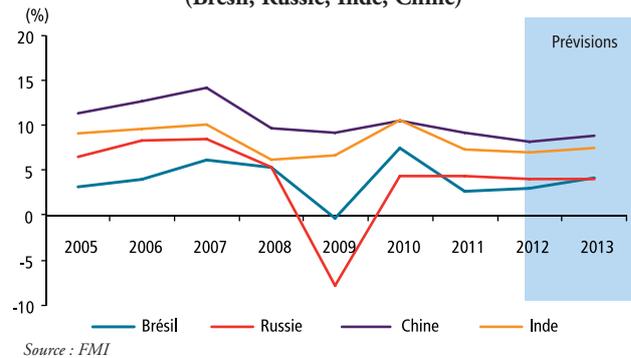
Source : FMI

enregistré un taux de 7,6% au deuxième trimestre 2012 en glissement annuel après 8,1% au trimestre précédent, soit son plus bas niveau depuis 2008, en liaison avec la baisse de la demande extérieure induite par le ralentissement mondial. En Inde, les dernières données des comptes nationaux restent celles du premier trimestre 2011, indiquant une décélération de la croissance à 5,3% en glissement annuel, au lieu de 6,1% au quatrième trimestre 2011.

Au niveau des indicateurs à haute fréquence, ils ont été marqués par des évolutions divergentes selon les dernières données. Aux Etats-Unis, l'indice de confiance du consommateur (du Conference Board) a progressé en août de 7,3% d'un mois à l'autre et de 34,1% en glissement annuel. Quant à l'indice ISM manufacturier, il est ressorti légèrement sous la barre des 50 points, soit 49,6 points, en repli de 0,4% d'un mois à l'autre et de 2% en glissement annuel. Dans la zone euro, l'indice PMI composite est demeuré inchangé par rapport au mois précédent à 46,6 points de base en août et ressort en baisse de 8,1% en glissement annuel. Pour sa part, malgré une hausse de 2,5% d'un mois à l'autre, l'indice PMI manufacturier demeure en repli de 8% en glissement annuel. Concernant l'indice du climat des affaires en Allemagne (IFO), il a marqué en août un recul de 0,9 point d'un mois à l'autre et de 6% en glissement annuel. De même, l'indice Zew du sentiment économique a fortement diminué à -25,5 points en août après -19,6 points enregistré le mois précédent.

S'agissant des récentes perspectives économiques du FMI datant de juillet dernier, elles font ressortir globalement des révisions à la baisse des prévisions de la croissance, notamment pour 2013, et ce, au niveau de la plupart des principales économies avancées et émergentes. Ainsi, la projection de croissance mondiale est restée inchangée à 3,5% en 2012, et devant s'établir à 3,9%, contre 4,1% précédemment. Dans les économies avancées, la prévision demeure inchangée à 1,4% en 2012 et ressort en baisse à 1,9% en 2013. Dans

Graphique 3.11 : Evolution du PIB dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine)



Source : FMI

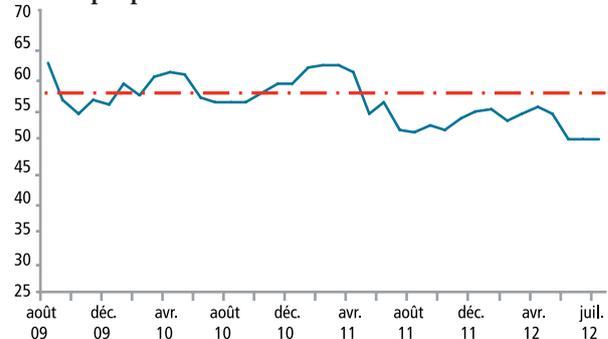
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde

	Projections (en %)					
	Banque mondiale		FMI*		Banques centrales*	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
PIB mondial	2,5	3,0	3,5	3,9	-	-
Etats-Unis	2,1	2,4	2,0	2,3	(1,9-2,4)	(2,2-2,8)
Zone euro	-0,3	1,0	-0,3	0,7	(-0,6-(-0,2))	(-0,4 - 1,4)
Allemagne	-	-	1,0	1,4	1,0	1,6
France	-	-	0,3	0,8	0,3	1,2
Italie	-	-	-1,9	-0,3	-2,0	-0,2
Espagne	-	-	-1,5	-0,6	-	-
Royaume Uni	-	-	0,2	1,4	0,0	-
Chine	8,2	8,6	8,0	8,5	-	-
Inde	6,6	6,9	6,1	6,5	-	-
Brésil	2,9	4,2	2,5	4,6	-	-
Russie	3,8	4,2	4,0	3,9	-	-

\* FMI juillet 2012, Banque mondiale juin 2012, Banques centrales juin et juillet 2012.

Sources : Fonds monétaire international, Banque mondiale, Banques centrales

Graphique 3.12: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis



Source : Datastream

les pays émergents et en développement, la croissance a été revue légèrement à la baisse à 5,6% et 5,9% respectivement en 2012 et 2013.

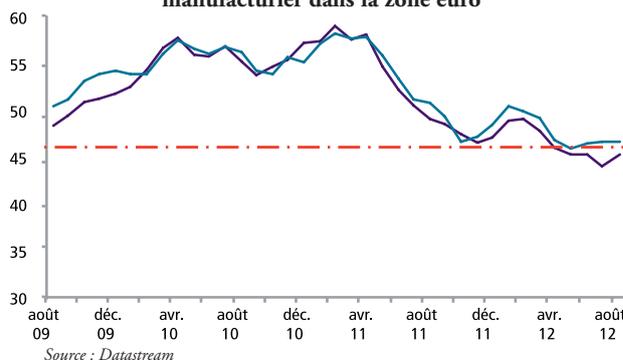
Par pays, les prévisions de la croissance aux Etats-Unis sont revues à la baisse à 2% et 2,3% respectivement en 2012 et 2013, tandis que dans la zone euro, la prévision de croissance demeure inchangée à -0,3% en 2012 avant d'augmenter à 0,7% en 2013. Pour les pays partenaires du Maroc, les nouvelles projections tablent sur une hausse du PIB de 1% et de 1,4% en Allemagne et de 0,3% et 0,8% en France. En Italie, le FMI prévoit une contraction du PIB de 1,9% et de 0,3% respectivement en 2012 et 2013, et de 1,5% et 0,6% en Espagne sur la même période (voir tableau 3.2).

Concernant les prévisions des banques centrales, celles de la Fed (Réserve Fédérale) à fin juin, tablent sur une croissance aux Etats-Unis comprise entre 1,9% et 2,4% en 2012, et entre 2,2% et 2,8% en 2013. Celles de la BCE à la même date, prévoient pour la zone euro une contraction du PIB de 0,1% en 2012, et une progression de 1% en 2013. Pour les pays partenaires, les prévisions à fin juin de la Banque de France font ressortir une croissance de 0,3% en 2012 et de 1,2% en 2013, tandis que celles de la Bundesbank indiquent une croissance de 1% et de 1,6% au titre des mêmes périodes. La Banque centrale d'Italie prévoit, quant à elle, une contraction de 2% et de 0,3% respectivement en 2012 et 2013.

### 3.1.3 Marché de l'emploi

Selon les dernières données du marché de l'emploi, les taux de chômage dans la plupart des pays avancés ont marqué des évolutions divergentes, mais restent toutefois à des niveaux élevés. Aux Etats-Unis, le taux de chômage a reculé à 8,1% en août, après 8,3% en juillet et 8,2% en juin. Il est en revanche demeuré inchangé dans la zone euro, soit 11,3% en juillet. Dans les pays partenaires, notamment en France et en Espagne, le taux de chômage a connu une nouvelle hausse en juillet, atteignant

Graphique 3.13 : Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro



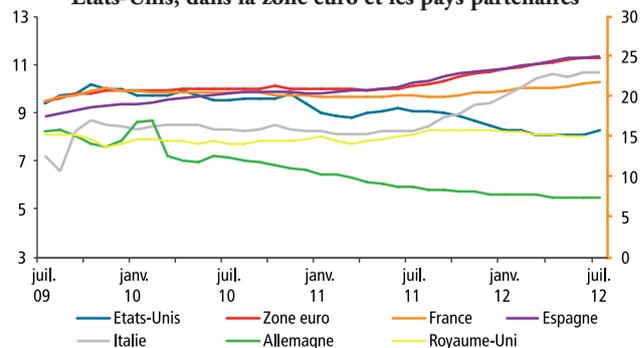
Source : Datastream

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

	2010	2011	mai 2012	juin 2012	juil. 2012	août 2012
Etats-Unis	9,6	9,0	8,2	8,2	8,3	8,1
Zone euro	10,1	10,2	11,2	11,3	11,3	ND
France	9,8	9,7	10,1	10,2	10,3	ND
Italie	8,4	8,5	10,5	10,7	10,7	ND
Allemagne	7,1	5,9	5,5	5,5	5,5	ND
Espagne	20,1	21,7	24,8	24,9	25,1	ND
Royaume-Uni	7,8	8,1	8,0	8,0	ND	ND

Source : Eurostat

Graphique 3.14 : Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires



Source : Eurostat

respectivement 10,3% et 25,1% contre 10,2% et 24,9% le mois précédent. En Allemagne et en Italie, le taux de chômage est resté inchangé à 5,5% et 10,7% respectivement d'un mois à l'autre.

## 3.2 Prix des matières premières et l'inflation

Après avoir marqué une baisse au cours des derniers mois, les prix des matières premières, en particulier agricoles et énergétiques, se sont de nouveau orientés à la hausse. En dépit de cette évolution, l'inflation est restée globalement modérée.

### 3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

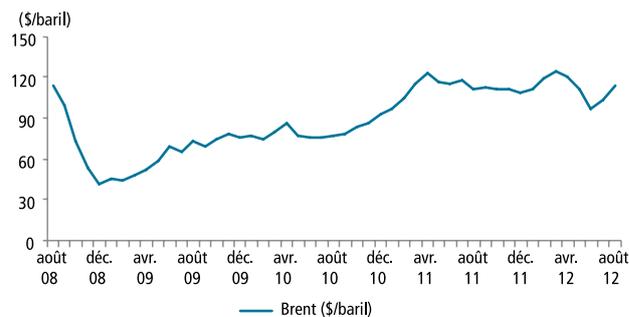
Sur fond de tensions dans le Moyen-Orient et dans une perspective d'un repli, à court terme, de la production en mer du Nord, le prix du Brent s'est accru de 9,7% d'un mois à l'autre, atteignant en août un prix moyen de 113 dollars le baril, soit une hausse annuelle de 2,4% après quatre mois de baisses annuelles consécutives.

Concernant les prévisions du prix du pétrole, la Banque Mondiale a revu à la hausse ses estimations pour 2013 de 103,0 à 105,8 dollars le baril, et de 102,4 à 106,5 dollars le baril pour 2014. Sur le marché à terme du Brent, les prix des contrats se sont établis à 109,6 dollars le baril pour 2013 et 104,1 pour 2014.

Les niveaux élevés du prix du pétrole, combinés à la fragilité de l'économie mondiale, impliqueraient selon la dernière prévision de l'AIE une contraction de la demande mondiale du pétrole à 89,6 mb/j. Parallèlement, l'OPEP a maintenu ses prévisions inchangées à 88,7 mb/j en 2012 et 89,5 en 2013, en raison notamment de l'arrêt continu de la majeure partie de la capacité nucléaire du Japon.

S'agissant du gaz naturel, son prix a accusé, en août, un recul de 2,2% d'un mois à l'autre, en liaison principalement avec l'affaiblissement de

Graphique 3.15 : Cours mondial du Brent en dollars



Source : Datastream

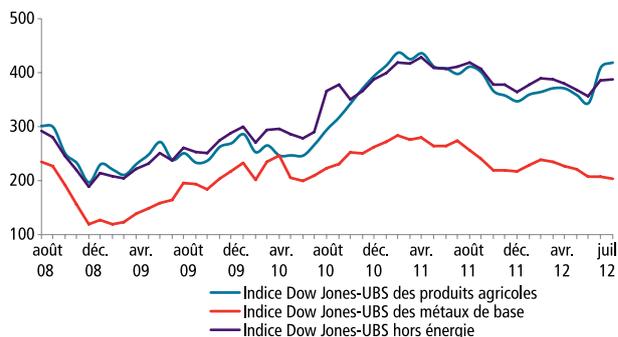
Tableau 3.4 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US)

	T3:12	T4:12	T1:13	T2:13	2013	2014	2015
Pétrole	109,70	113,10	111,92	111,15	109,66	104,14	98,99

Données arrêtées au 12 septembre 2012

Source : Bloomberg

Graphique 3.16 : Evolution des indices Dow Jones- UBS des prix des matières premières hors énergie (Base 2006=100)



Source : Datastream

Tableau 3.5 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre

	T4:12	T1:13	T2:13	2013	2014	2015
Blé (cents/bu)	885,6	895,6	879,3	877,4	827,4	795,5
Maïs (cents/bu)	778,3	787,8	772,6	724,3	638,8	602,5
Sucre (11cents/bl)	20,1	20,1	20,2	20,5	20,7	20,4

Données arrêtées au 12 septembre 2012

Source : Bloomberg

la demande et l'accroissement des niveaux des stocks. Quant au prix du charbon, il a diminué en juillet de 1,4% d'un mois à l'autre, soit une baisse annuelle de 29,6%, imputable au repli de l'activité industrielle en Chine.

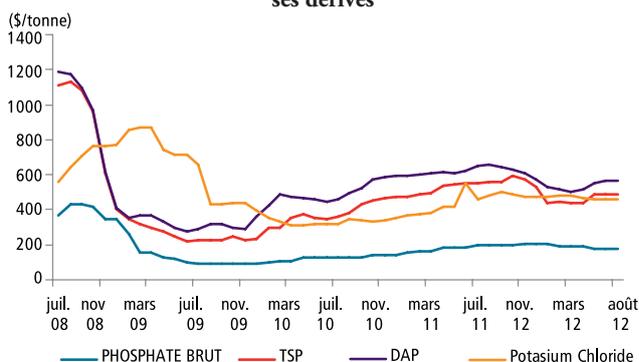
### 3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

En août, les cours des produits hors énergie ont enregistré des variations diversifiées selon les catégories. L'indice Dow Jones UBS n'a progressé que de 0,7% d'un mois à l'autre, enregistrant ainsi une diminution annuelle de 7,5%, impacté en cela par l'évolution de l'indice des prix des métaux de base. En effet, celui-ci a accusé une baisse de 2% d'un mois à l'autre et de 20,6% en glissement annuel, sous l'effet de la contre performance de l'industrie manufacturière, notamment aux Etats-Unis et en Chine. Par produit, les cours du nickel, de l'aluminium, et de l'étain ont diminué respectivement de 3,7%, 2,5% et 2% en glissement mensuel, soit des baisses annuelles de 29%, 23% et 24%.

En revanche, les produits agricoles se sont renchérés en août, impactés par la sécheresse qui a sévi aux Etats-Unis et en Russie. Ainsi, l'indice Dow Jones UBS des produits agricoles a augmenté de 2,2% d'un mois à l'autre, et de 1,8% en glissement annuel. Cet accroissement reflète notamment la hausse des prix du coton, du soja et du blé de respectivement 3,2%, 2,9% et 1% d'un mois à l'autre, soit des variations annuelles de -32%, -7,3% et 15%.

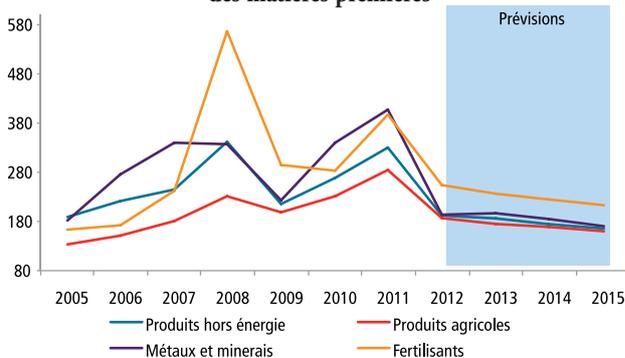
Au niveau du marché des engrais, les cours ont enregistré en août des évolutions mensuelles différenciées selon les produits. Le prix du phosphate brut s'est ainsi accru de 2,8%, s'établissant à 185 dollars la tonne. De même, le cours du Chlorure de Potassium a marqué une hausse de l'ordre de 1,08% entre juillet et août. Le prix du TSP est resté, quant à lui, inchangé d'un mois à l'autre, tandis que les prix de l'Urée et du DAP ont reculé de 2,5% et 0,7%, respectivement. En glissement annuel, les cours de ces produits ont enregistré des baisses respectives de 21,5%, 15,2%, 13,4%, 6,3% et

Graphique 3.17 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et ses dérivés



Source : Banque mondiale

Graphique 3.18 : Perspectives d'évolution des indices des prix des matières premières



Source : Banque mondiale

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

	août 2011	juin 2012	juil. 2012	août 2012	Prévisions	
					2012	2013
Etats-Unis	3,8	1,7	1,7	n.a	2,1	1,9
Zone euro	2,7	2,4	2,4	2,6	2,0	1,6
Allemagne	2,5	2,0	1,9	2,2	1,9	1,8
France	2,4	2,3	2,2	2,4	2,0	1,6
Espagne	2,7	1,8	2,2	2,7	1,9	1,6
Italie	2,3	3,6	3,6	3,3	2,5	1,8
Japon	0,2	-0,2	-0,4	n.a	0,0	0,0
Chine	6,5	2,2	1,8	2,0	3,3	3,0

Sources : FMI, Eurostat

3,1% pour l'Urée, le DAP, le TSP, le Phosphate brut et le Chlorure de Potassium.

### 3.2.3 Inflation dans le monde

La hausse des prix des produits agricoles et énergétiques se sont traduites, globalement, par un accroissement des pressions inflationnistes en août, ainsi l'inflation s'est élevée dans la zone euro à 2,6% contre 2,4% en juillet. Concernant les principaux partenaires du Maroc, hormis l'Italie où l'inflation a baissé de 3,6% à 3,3% entre juillet et août, l'évolution annuelle de l'IPC a enregistré une légère hausse en France, en Allemagne et en Espagne, passant de 2,2%, 1,9% et 2,2% à 2,4%, 2,2% et 2,7% respectivement. Quant aux Etats-Unis, les dernières données restent celles de juillet, et montrent une stagnation de l'inflation à 1,7% pour le troisième mois consécutif (Tableau 3.6).

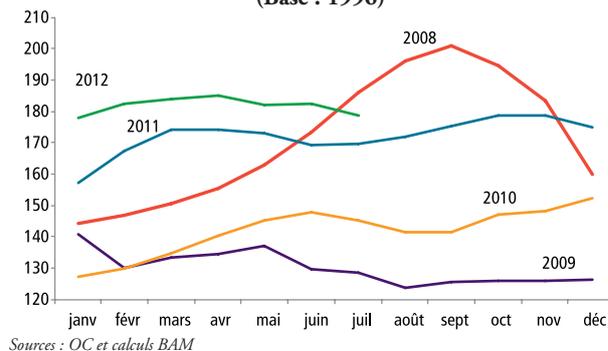
L'inflation s'est accrue également dans certains pays émergents et en développement, passant de 1,8% à 2% en Chine, de 2,5% à 2,6% au Chili et de 6,8% à 7,5% en Inde.

S'agissant des perspectives de l'inflation, le FMI a revu en juillet à la hausse ses estimations, qui demeurent toutefois modérées en comparaison avec 2011. Ainsi, l'inflation s'établirait dans les pays avancés à 1,9% et à 1,7% en 2012 et 2013, alors qu'elle atteindrait dans les pays émergents 6,2% et 5,6%, respectivement.

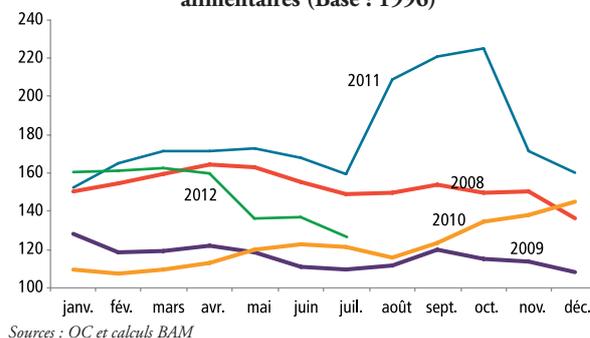
## 3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

Selon les dernières données disponibles, l'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré en juillet 2012 une diminution de 2,1% d'un mois à l'autre, au lieu d'une augmentation de 0,2% en juin. Ainsi, l'IPM des produits alimentaires a accusé une baisse de 7,2% contre une augmentation de 0,7% un mois auparavant, sous l'effet particulièrement de la contraction de 20,6% du prix unitaire moyen à l'importation du blé.

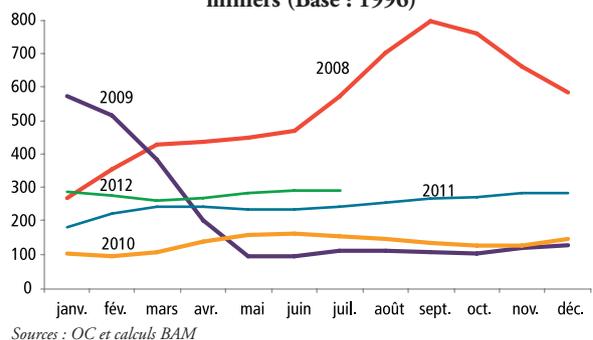
Graphique 3.19 : Indice des prix à l'import hors énergie (Base : 1996)



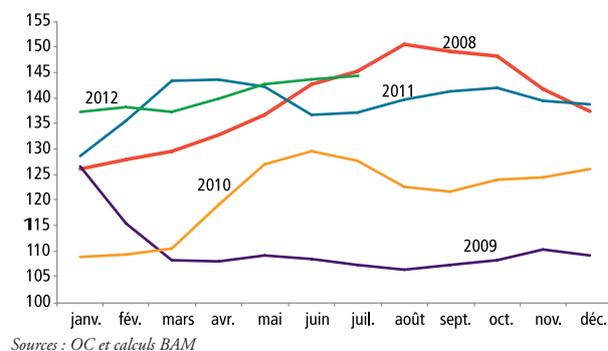
Graphique 3.20 : Indice des prix à l'import des produits alimentaires (Base : 1996)



Graphique 3.21 : Indice des prix à l'import des produits miniers (Base : 1996)



Graphique 3.22 : Indice des prix à l'import des demi-produits (Base : 1996)

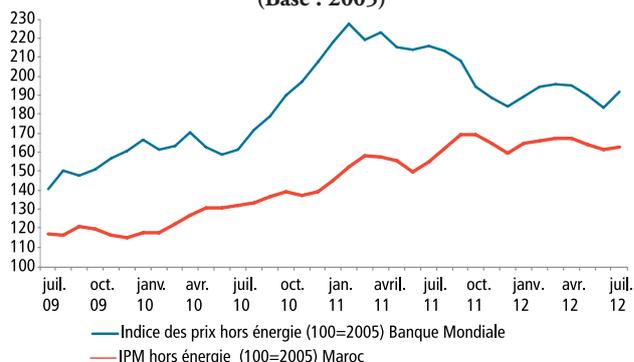


En revanche, l'IPM des produits miniers a augmenté de 0,9%, après 3% en juin. Cette évolution s'explique essentiellement par la progression de 1,3% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut.

De même, l'IPM des demi-produits a enregistré une hausse de 0,6%, au même titre que le mois précédent, en liaison notamment avec l'augmentation de 3,3% du prix unitaire moyen à l'import de papiers et cartons.

En glissement annuel, l'IPM hors énergie s'est accru de 5,3%, contre 17% un an auparavant. L'IPM des produits miniers a, pour sa part, progressé de 20,9%, en relation principalement avec la hausse de 27,9% du prix unitaire moyen à l'importation du soufre brut. Parallèlement, l'IPM des demi-produits s'est établi à un niveau supérieur de 5,3% par rapport à celui du même mois de l'année dernière, en liaison notamment avec l'accroissement de 6,2% du prix unitaire moyen à l'importation des papiers et cartons. En revanche, l'IPM des produits alimentaires a accusé une baisse de 20,5%, attribuable notamment à la diminution de 45,2% du prix unitaire moyen à l'import du blé.

**Graphique 3.23 : Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national (Base : 2005)**



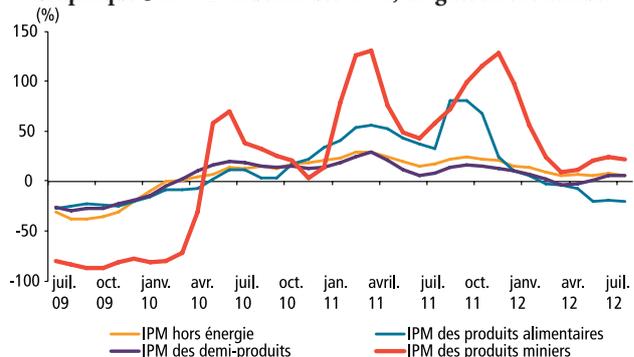
Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM

**Tableau 3. 7 : Evolution de l'IPM**

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	mai 12	juin 12	juil. 12	mai 12	juin 12	juil. 12
IPM hors énergie	-1,6	0,2	-2,1	5,3	7,8	5,3
IPM alimentaires	-15,0	0,7	-7,2	-20,9	-18,7	-20,5
IPM demi-produits	2,0	0,6	0,6	0,3	5,1	5,3
IPM miniers	5,2	3,0	0,9	19,8	23,3	20,9

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

**Graphique 3.24 : Evolution des IPM, en glissement annuel**



Sources : OC et calculs BAM

## 4. CONDITIONS MONÉTAIRES ET PRIX DES ACTIFS

Les dernières données disponibles font apparaître une stabilité à 4,9% du rythme de progression annuel de l'agrégat M3 entre juillet et le deuxième trimestre de l'année 2012 et de maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. L'évolution de la masse monétaire recouvre une poursuite de la baisse des avoirs extérieurs nets et une accélération des rythmes d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale et du crédit bancaire. S'agissant plus particulièrement de ce dernier, son taux de croissance annuel s'est élevé à 7,5%, après 7,1% au trimestre précédent, reflétant principalement l'accélération des facilités de trésorerie et des crédits à la consommation et, dans une moindre mesure, la hausse des crédits immobiliers. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le deuxième trimestre 2012 font ressortir une baisse de 39 points de base du taux moyen pondéré du crédit, traduisant la diminution des taux appliqués aux différentes catégories du crédit bancaire. En ce qui concerne le taux de change effectif du dirham, il est resté quasiment inchangé d'un trimestre à l'autre en termes nominaux, tandis qu'en termes réels, il s'est apprécié de 0,37%, en raison d'un taux d'inflation au Maroc légèrement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Quant à l'indice des prix des actifs immobiliers, il est resté stable au deuxième trimestre 2012, recouvrant un accroissement des prix des biens résidentiels et des replis au niveau de ceux des biens fonciers et commerciaux. En glissement annuel, il a augmenté à un rythme supérieur à celui du trimestre précédent, soit 1,6% au lieu de 1,2%.

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

### 4.1 Conditions monétaires

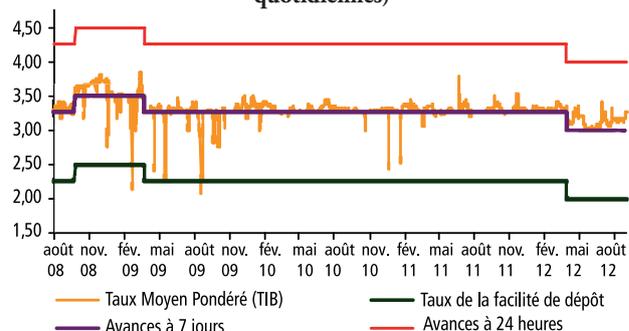
#### 4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte caractérisé par une orientation globalement neutre de la balance des risques et une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé, lors de sa dernière réunion du 19 juin 2012, de maintenir le taux directeur inchangé à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,15% en moyenne entre juillet et août 2012, en hausse de 4 points de base par rapport au deuxième trimestre.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court, à moyen et à long termes émis sur le marché primaire ont dans l'ensemble, durant les mois de juillet et août, enregistré des hausses allant jusqu'à 22 points de base par rapport au trimestre précédent. Sur le marché secondaire, le même profil d'évolution a été constaté au niveau des différentes maturités.

Concernant les taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois est resté inchangé entre le deuxième trimestre et juillet

Graphique 4.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)



Source : BAM

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

	2010			2011		2012	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3*
21 jours	-	-	3,28	-	-	-	-
43 jours	-	-	-	-	-	-	3,48
13 semaines	3,31	3,30	3,30	3,34	3,42	3,21	3,31
26 semaines	-	--	3,33	3,33	3,55	3,39	3,42
52 semaines	3,46	3,45	3,46	3,49	3,65	3,53	3,70
2 ans	3,63	3,61	3,61	3,71	3,88	3,71	3,85
5 ans	3,85	3,84	3,85	3,91	4,05	4,00	4,17
10 ans	4,13	4,12	4,13	4,20	4,32	4,29	4,42
15 ans	4,32	4,33	4,34	4,45	4,46	4,52	4,74
20 ans	4,41	4,42	-	-	-	-	5,01

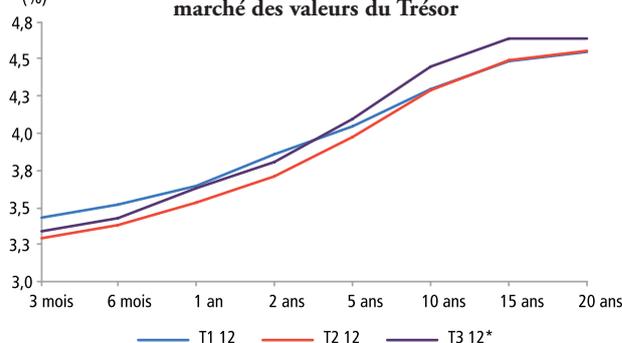
L'observation du troisième trimestre 2012 correspond à la moyenne des deux mois, juillet et août.

Source : BAM

2012, s'établissant à 3,69%. Cette stagnation recouvre toutefois une progression de 12 points de base du taux des dépôts à 6 mois et une baisse d'un point de base de celui assortissant les dépôts à un an.

Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques, pour le deuxième trimestre 2012, indique une diminution de 39 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, revenant ainsi à 6,13%. Cette diminution, qui a concerné les taux appliqués à l'ensemble des catégories du crédit bancaire, est liée en grande partie à la décision de la Banque d'abaisser le taux directeur de 25 points de base au trimestre auparavant.

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



\* L'observation du troisième trimestre 2012 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1er juillet au 30 août 2012.

Source : BAM

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2010		2011		2012		juil. 12
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
6 mois	3,28	3,34	3,33	3,35	3,49	3,43	3,55
12 mois	3,79	3,72	3,78	3,74	3,84	3,83	3,82
Moyenne pondérée	3,60	3,55	3,63	3,59	3,68	3,69	3,69

Source : BAM

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

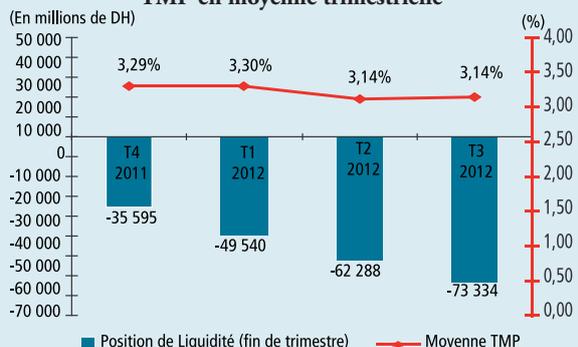
Au cours du deuxième trimestre de l'année 2012, l'insuffisance de liquidité bancaire s'est creusée davantage de près de 13 milliards de dirhams par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 49,5 milliards à 62,4 milliards de dirhams) sous l'effet restrictif conjugué de l'ensemble des facteurs autonomes (-15,3 milliards de dirhams).

En effet, les opérations en devises ont induit une ponction de liquidité de 9,6 milliards de dirhams en raison de la poursuite du rythme accéléré des achats de devises par les banques commerciales auprès de Bank Al-Maghrib (15,4 milliards de dirhams), partiellement compensé par le reflux des billets de banque étrangers qui s'est limité à 5,8 milliards de dirhams.

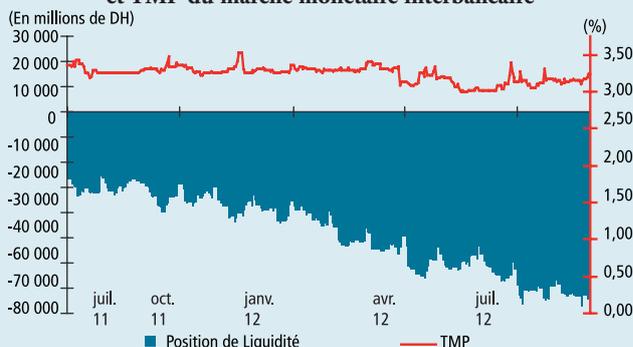
De même, les retraits nets de la monnaie fiduciaire ont atteint 3,5 milliards de dirhams durant la période estivale.

De plus, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont contribué au resserrement des trésoreries bancaires pour près de 1,9 milliard de dirhams : les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (23,4 milliards de dirhams) conjuguées à l'encaissement des recettes fiscales ainsi qu'au règlement d'une première partie des dividendes de l'OCP (2 milliards de dirhams) ont été partiellement compensées par le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (17,5 milliards de dirhams), le règlement des salaires des fonctionnaires (15,4 milliards de dirhams) et les dépenses de compensation (15,9 milliards de dirhams).

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



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



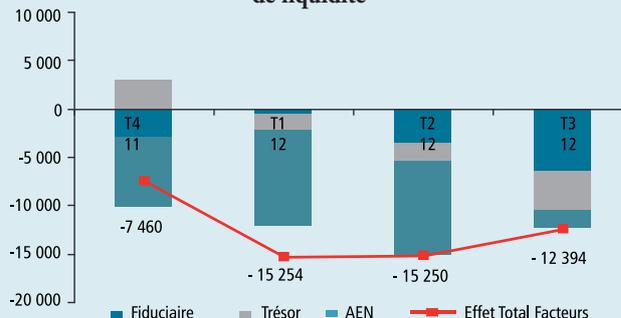
1 Position de Liquidité = Solde des Banques - Réserves Obligatoires +/- Interventions de Bank Al-Maghrib +/- Interventions du Trésor sur le marché monétaire

Durant le troisième trimestre de l'année 2012<sup>(2)</sup>, le déficit de liquidité bancaire s'est accru en raison de la poursuite de l'évolution restrictive de l'ensemble des facteurs autonomes (-12,4 milliards de dirhams).

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



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



Les sorties nettes de la monnaie fiduciaire ont atteint 5,7 milliards de dirhams, sous l'effet combiné du mois sacré du ramadan, d'Aïd Al-Fitr et de la période estivale.

De même, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont impacté négativement la liquidité bancaires de 4,2 milliards de dirhams en raison de la différence entre, d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (13,7 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales y compris le 2ème acompte de l'IS et la deuxième et dernière tranche des dividendes de l'OCP (2 milliards de dirhams), et d'autre part, les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (12,9 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (10,5 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (5,3 milliards de dirhams).

En outre, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 1,7 milliard de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 9 milliards de dirhams et les cessions des billets de banque étrangers qui ont atteint 7,3 milliards de dirhams.

L'encours des placements du Trésor sur le marché monétaire, a diminué considérablement, passant de 3,7 milliards de dirhams durant le 2ème trimestre 2012 à 1,2 milliard de dirhams en moyenne quotidienne durant le 3ème trimestre.

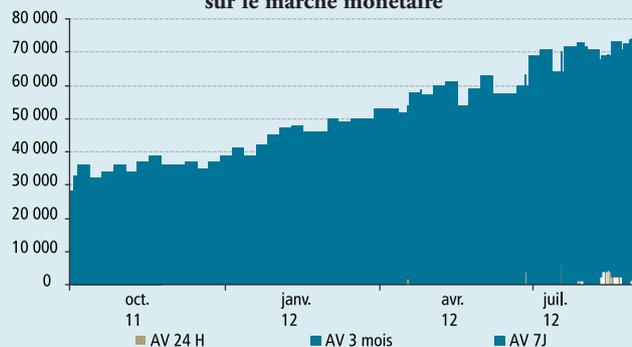
En vue de combler de déficit de liquidité des banques qui a dépassé les 70 milliards de dirhams au cours de ce trimestre (contre 57,9 milliards le trimestre précédent), Bank Al-Maghrib est intervenue majoritairement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 54,7 milliards de dirhams contre 42,8 milliards le trimestre précédent. En outre, la Banque a accordé onze opérations d'avances à 24 heures pour un montant moyen de 2,8 milliards de dirhams.

Enfin, la Banque a maintenu les injections à terme plus long (3 mois) à 15 milliards de dirhams.

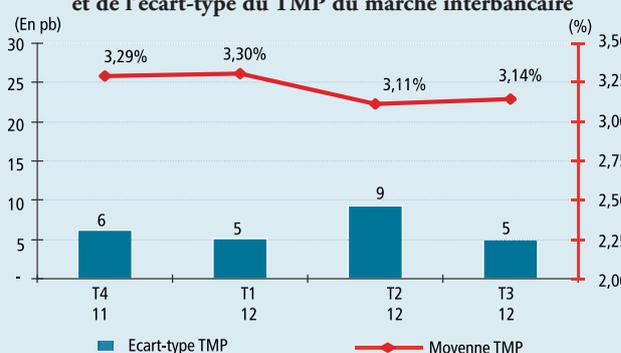
Pour sa part, le TMP du marché monétaire s'est inscrit légèrement en hausse à 3,14% en moyenne durant le trimestre en cours contre 3,11% en T2 2012.

Toutefois sa volatilité a baissé, s'établissant à 5 points de base, contre 9 points de base le trimestre précédent.

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



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



<sup>2</sup> T3 2012 : le troisième trimestre de l'année 2012 ne comprend que la période allant du 1<sup>er</sup> juillet au 29 août 2012

## 4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

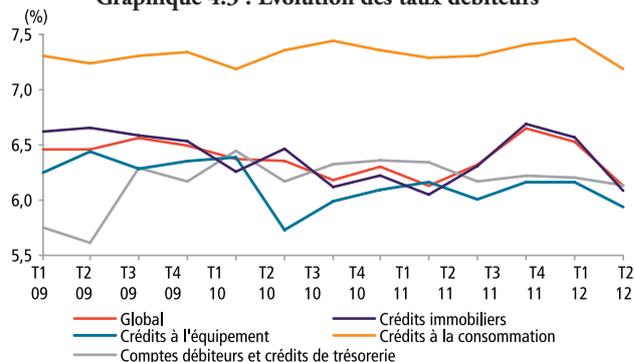
### Evolution de M3

Les données relatives au mois de juillet 2012 font ressortir une quasi-stabilité du rythme de croissance de la masse monétaire par rapport au rythme d'évolution moyen du deuxième trimestre. En conséquence, l'écart monétaire s'est maintenu à des niveaux négatifs, laissant indiquer l'absence à moyen terme de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire.

La progression annuelle de M3 s'est ainsi établie à 4,9% en juillet, après 4,8% au deuxième trimestre et 5,6% au premier trimestre. Cette évolution recouvre une poursuite de la baisse des avoirs extérieurs nets et une accélération des rythmes d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale et du crédit bancaire.

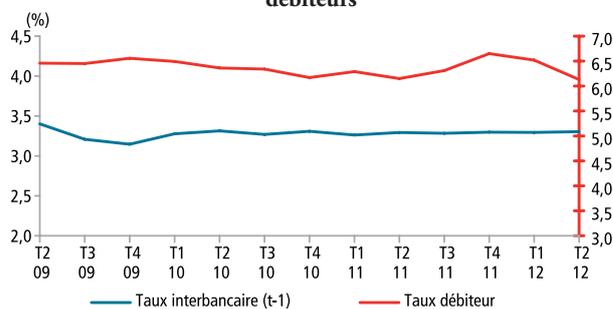
Au niveau des principales composantes de la masse monétaire, des évolutions à des rythmes différenciés ont été observées entre juillet et le deuxième trimestre. En effet, et dans le prolongement de son mouvement de ralentissement entamé au quatrième trimestre 2011, le taux de progression de la monnaie fiduciaire est revenu de 6,2% au deuxième trimestre à 3,5% en juillet, soit le niveau le plus bas depuis janvier 2005. De même, et suite à une baisse de 13,6% d'un mois à l'autre, les titres des OPCVM monétaires se sont accrus de 14,6% en glissement annuel, au lieu de 31,4% au trimestre auparavant. Pour sa part, et en dépit d'une hausse mensuelle de 0,8%, l'encours les dépôts à terme demeure inférieur de 2,5% comparativement à celui constaté au titre de la même période de l'année précédente. Concernant les placements à vue, leur taux de croissance annuel a accusé une légère décélération, revenant de 9,3% à 8,5%. En revanche, la monnaie scripturale s'est inscrite en augmentation annuelle de 6,8% contre 4,5% un trimestre auparavant, sous l'effet principalement de la progression des dépôts à vue auprès de la Trésorerie générale du

Graphique 4.3 : Evolution des taux débiteurs\*



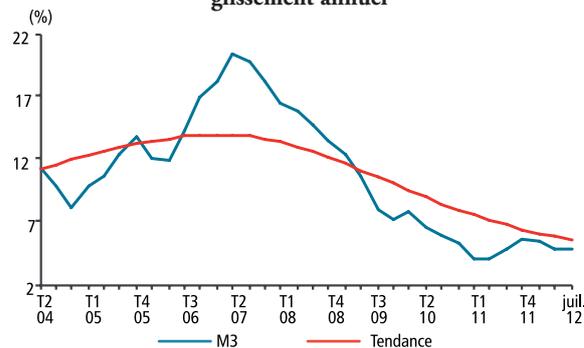
\* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL- MAGHRIB).

Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



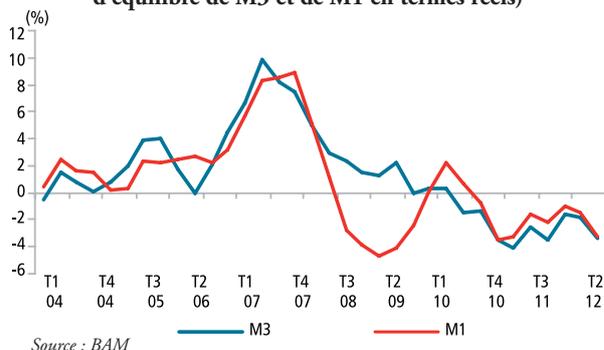
Source : BAM

Graphique 4.5 : Croissance de M3 et sa tendance, en glissement annuel



Source : BAM

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



Source : BAM

Royaume. Quant aux dépôts en devises, ils se sont renforcés de 22,4% en juillet, après 9,6% au deuxième trimestre.

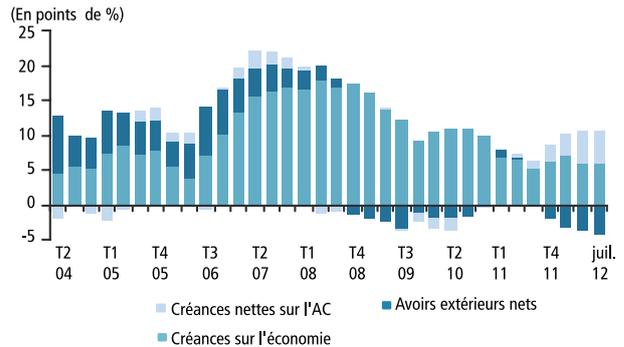
Par agent économique, la hausse des dépôts inclus dans l'agrégat M3 s'explique essentiellement par l'augmentation de la contribution des entreprises non financières privées et celle du secteur public. Ainsi, les avoirs de ce dernier, après plusieurs mois de baisse, se sont accrus de 5,3% en glissement annuel en juillet. Les dépôts des entreprises privés, quant à eux, se sont renforcés de 4,7%, au lieu de 0,8% au dernier trimestre. Concernant les avoirs des ménages, leur variation annuelle s'est située à 5,5%, après 5,7%. S'agissant des dépôts des sociétés financières, ils ont poursuivi leur orientation baissière observée durant les derniers mois.

**Crédit**

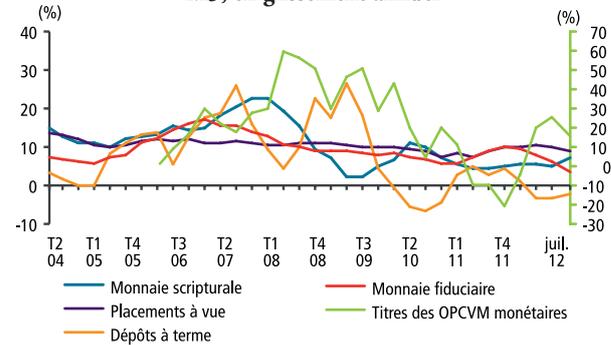
Les dernières données disponibles indiquent une légère accélération du rythme d'accroissement annuel du crédit bancaire, passant de 7,1% en moyenne au deuxième trimestre 2012 à 7,5% en juillet.

Par objet économique, la hausse du taux de variation du crédit reflète la progression de ses principales catégories à l'exception des prêts à l'équipement. Ainsi, les facilités de trésoriers se sont accrues de 14,4% en glissement annuel en juillet, après 9,3% au trimestre précédent, sous l'effet notamment de la baisse du coût relatif à cette catégorie d'emprunts, comme en témoigne la forte régression des taux débiteurs assortissant les facilités de trésorerie. De même, le taux de croissance annuel des crédits à la consommation est passé de 18,9% à 22,4% en juillet, soit son niveau le plus élevé depuis fin 2009, reflétant, outre la baisse du taux débiteur, l'augmentation des dépenses des ménages, en relation avec la coïncidence du mois de ramadan avec la période estivale. Dans le même temps, la croissance annuelle des crédits immobiliers s'est établie à 7,9% en juillet, après 7,6% au trimestre

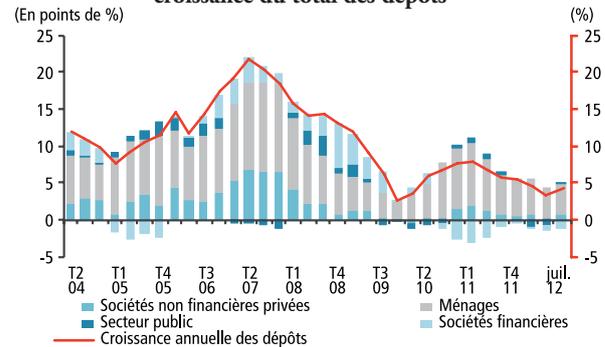
**Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire**



**Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel**

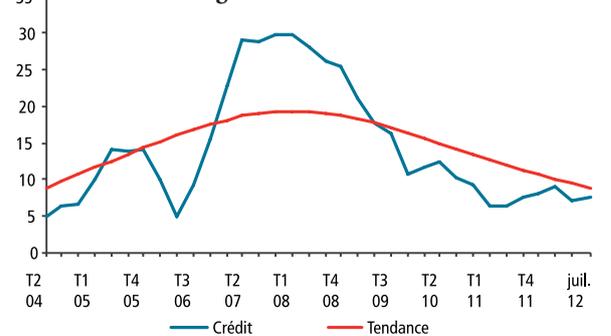


**Graphique 4.9 : Contributions des secteurs institutionnels à la croissance du total des dépôts**



Source : BAM

**Graphique 4.10 : Croissance du crédit et sa tendance, en glissement annuel**



Source : BAM

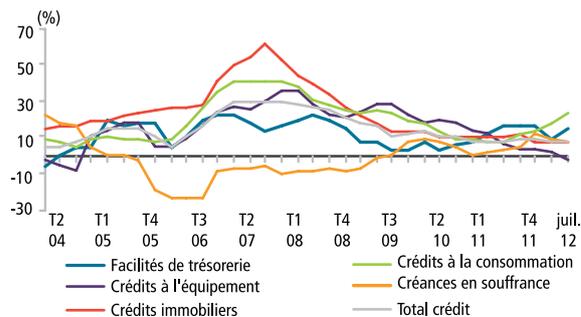
précédent, recouvrant une légère accélération du rythme de progression des crédits à l'habitat et une décélération de celui des prêts accordés aux promoteurs. En revanche, et suite à un repli mensuel de 3,3%, les crédits à l'équipement se sont établis à un niveau inférieur de 2,9% par rapport à celui observé un an auparavant. Pour leur part, les créances diverses sur la clientèle ont accusé une baisse mensuelle de 6% et ressortent en ralentissement en variation annuelle, revenant de 6,2% au deuxième trimestre à 4,5% en juillet. En ce qui concerne les créances en souffrance, leur rythme d'accroissement annuel a connu une décélération, passant de 8,3% à 7,4% en juillet.

L'analyse de la structure du crédit par agent économique fait apparaître une accélération du rythme de progression des prêts destinés au secteur privé et un ralentissement de celui des concours accordés au secteur public. Ainsi, les prêts accordés au secteur privé ont enregistré une expansion de 7,8% en glissement annuel, après 5,7% au trimestre précédent. Cette hausse est attribuable principalement à celle de 8% enregistrée par les crédits accordés aux sociétés non financières en juillet, contre 4,5% en moyenne au cours des trois derniers mois. Ces derniers continuent d'apporter la plus forte contribution à la croissance du crédit bancaire, soit 3,9 points de pourcentage. Quant aux crédits alloués aux ménages, ils ont augmenté de 8%, soit un rythme identique à celui constaté au deuxième trimestre, participant ainsi à hauteur de 2,7 points à la progression du crédit global. A l'inverse, les prêts destinés au secteur public, en repli de 9,1% d'un mois à l'autre, ont vu leur taux de croissance annuel revenir de 41,2% à 17,2% en juillet, contribuant de 0,9 point à la croissance du crédit bancaire. Pour leur part, les prêts adressés aux autres sociétés financières ont affiché une hausse annuelle limitée à 1,3% en juillet, au lieu de 3,7% au deuxième trimestre.

### Autres sources de création monétaire

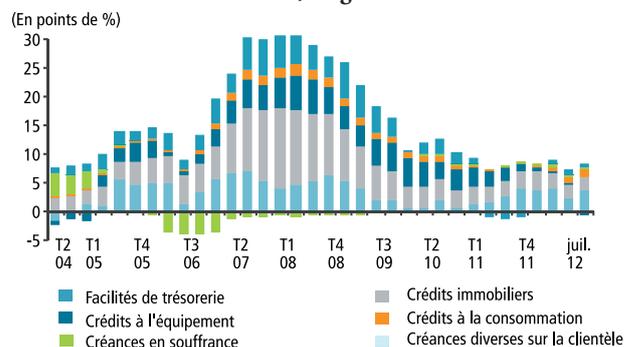
En juillet 2012, et après une diminution de 17,4% au deuxième trimestre, les réserves de change

**Graphique 4.11 : Croissance des principales catégories du crédit, en glissement annuel**



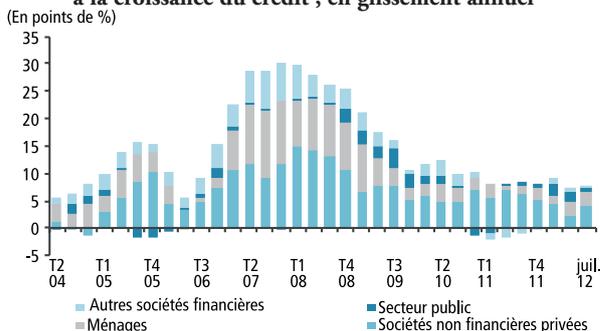
Source : BAM

**Graphique 4.12 : Contribution des différentes catégories à la croissance du crédit, en glissement annuel**



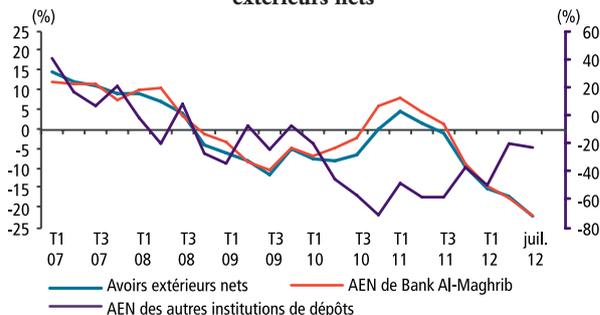
Source : BAM

**Graphique 4.13 : Contribution des secteurs institutionnels à la croissance du crédit, en glissement annuel**



Source : BAM

**Graphique 4.14 : Croissance annuelle des avoirs extérieurs nets**

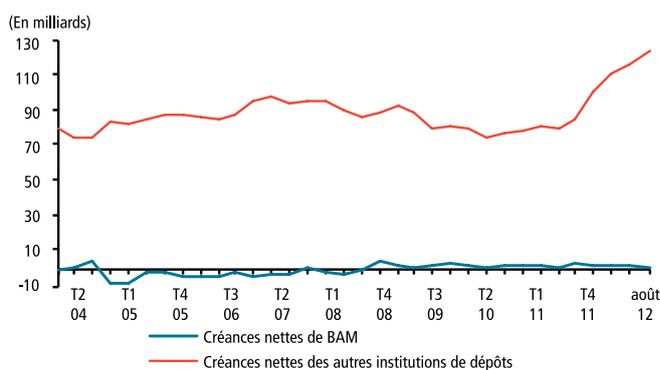


Source : BAM

ont accusé un repli de 21,9% en glissement annuel, s'inscrivant ainsi dans le prolongement de la tendance baissière observée depuis août 2011. Cette évolution, qui recouvre une baisse de 21,9% des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib et un recul de 23,7% de ceux des autres institutions de dépôts, est liée principalement au creusement du déficit commercial et à la baisse des recettes voyages et des transferts MRE.

Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont inscrites en augmentation annuelle de 52,5% en juillet, au lieu de 46,1% le trimestre précédent, traduisant principalement la hausse du recours de l'administration centrale aux autres institutions de dépôts.

Graphique 4.15 : Evolution trimestrielle de l'encours des créances nettes sur l'administration centrale



### Placements liquides

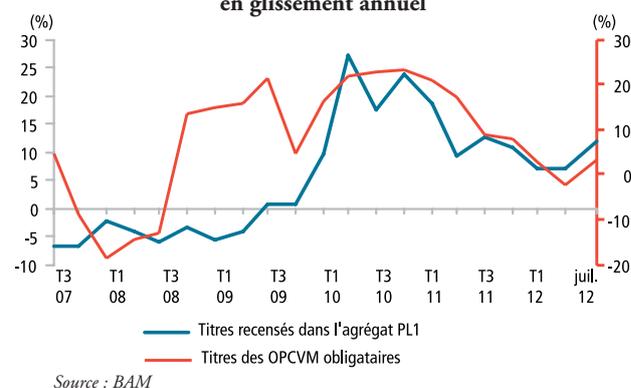
Bien qu'en quasi-stabilité d'un mois à l'autre, le taux de progression annuel du total des agrégats de placements liquides s'est élevé à 7,2% en juillet, après 4,2% au deuxième trimestre, traduisant un effet de base lié à la forte diminution observée au titre de la même période de l'année précédente. Cette évolution est tirée principalement par l'accélération du taux d'accroissement annuel des bons du Trésor négociables recensés dans l'agrégat PL1, chiffré à 10,6% en juillet, au lieu de 5,9% en moyenne durant les trois derniers mois. De même, et après avoir connu une diminution de 2,2% au trimestre passé, les titres des OPCVM obligataires inclus dans l'agrégat PL2 se sont accrus de 3,1% en juillet, sous l'effet notamment, de l'augmentation de la demande portant sur cette catégorie de placements.

Concernant les titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils ont accusé un repli de 10,8% en glissement annuel, après celui de 8,5% constaté au trimestre précédent, reflétant principalement l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

Graphique 4.16 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme, en glissement annuel



Graphique 4.17 : Evolution des agrégats PL1 et PL2, en glissement annuel



## Taux de change

Au cours du deuxième trimestre de l'année 2012 et comparativement au trimestre précédent, le dirham s'est apprécié de 0,41% par rapport à l'euro. Il s'est en revanche déprécié respectivement de 1,81%, de 2,48% et de 0,78% face au dollar américain, à la livre sterling et au yen japonais. Le même profil d'évolution a été observé durant les mois de juillet et août, la monnaie nationale a enregistré une augmentation moyenne de 0,71% à l'égard de l'euro et des baisses de 3%, de 2% et de 4,57%, respectivement, contre le dollar, la livre sterling et le yen japonais.

Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, est resté quasiment inchangé par rapport au trimestre précédent. En termes réels, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,37%, en raison d'un différentiel d'inflation légèrement en faveur des principaux pays partenaires et concurrents

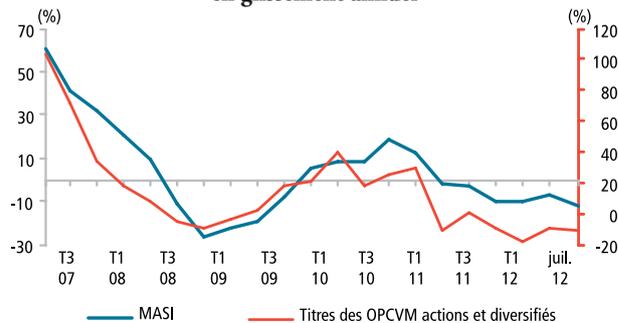
## 4.2 Prix des actifs

### 4.2.1 Actifs immobiliers

Les prix des actifs immobiliers sont restés stables au deuxième trimestre 2012, après une hausse trimestrielle de 0,8% au premier trimestre. Cette évolution recouvre un accroissement de 0,9% des prix des biens résidentiels et des replis respectifs de 1,5% et de 2% de ceux des biens fonciers et commerciaux. En glissement annuel, l'indice des prix des actifs immobiliers a augmenté à un rythme supérieur à celui du trimestre précédent, soit 1,6% au lieu de 1,2%.

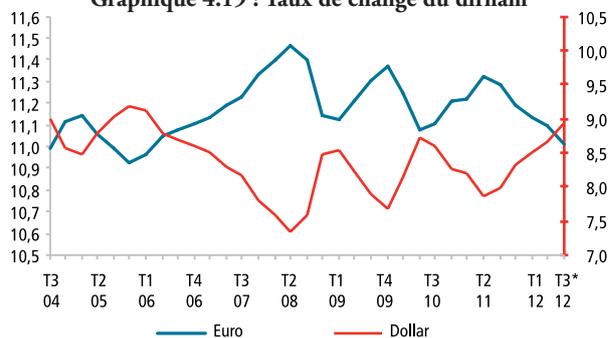
Le nombre des ventes des biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC a diminué de 0,8% d'un trimestre à l'autre, tandis qu'en glissement annuel ils s'est accrue de 10,1%, s'élevant à 28 123 transactions. En termes de structure, les ventes de biens résidentiels continuent de

Graphique 4.18 : Croissance de PL3 et du MASI, en glissement annuel



Source : BAM et Bourse de Casablanca

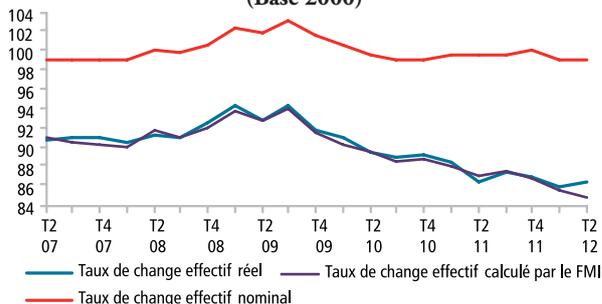
Graphique 4.19 : Taux de change du dirham



L'observation du troisième trimestre 2012 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1er juillet au 31 août 2012

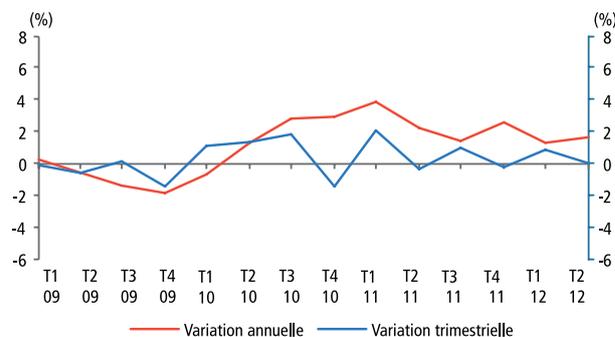
Source : BAM

Graphique 4.20 : Taux de change effectif nominal et réel (Base 2000)



Source : FMI et Calculs de BAM

Graphique 4.21 : Indice des prix des actifs immobiliers (IPAI)



constituer plus de 67% de l'ensemble des ventes des biens immobiliers, avec une prédominance des appartements. Pour leur part, les terrains urbains représentent environ 25% du marché national, contre 7 % pour les transactions relatives aux biens commerciaux.

Parallèlement, les crédits à l'habitat, établis à 142,8 milliards de dirhams en moyenne au deuxième trimestre, ont progressé au même rythme annuel que celui du trimestre précédent, soit 10,4%.

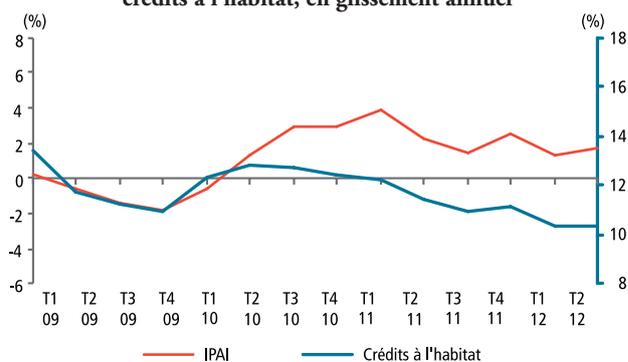
### 4.2.2 Cours des actions

Au deuxième trimestre 2012, l'indice MASI s'est déprécié de 8,2% par rapport au trimestre précédent, tandis qu'en juillet, il a diminué à un rythme mensuel moins accentué, soit 2%. Au terme du mois d'août, les cours ont augmenté de près de 1%, ramenant ainsi leur contre-performance à 9,8% comparativement à décembre 2011. Pour leur part, les prix des actions du secteur immobilier ont enregistré une hausse mensuelle de 3,2% à fin août, contre une baisse de 0,1% en juillet, situant leur contre-performance depuis le début de l'année à 0,9%.

Concernant les indices sectoriels, et à l'exception du secteur relatif aux sociétés de financement et autres activités financières qui a marqué un accroissement de 4,6% depuis le début de l'année, les autres indices ont accusé des baisses allant de 0,9% pour le secteur de l'immobilier à 26,6% pour le celui de la chimie.

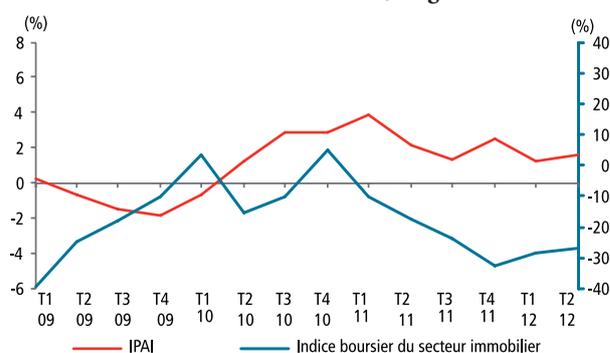
Ces évolutions des cours se sont traduites par la contraction de la capitalisation boursière, revenue au deuxième trimestre à un niveau inférieur de 7,3% par rapport à celui du premier trimestre, soit 472,2 milliards de dirhams. A fin août, la capitalisation boursière a légèrement augmenté de 0,9% d'un mois à l'autre et demeure ainsi en fléchissement de 9,8% par rapport à son niveau enregistré au début de l'année.

Graphique 4.22 : Indice des prix des actifs immobiliers et crédits à l'habitat, en glissement annuel



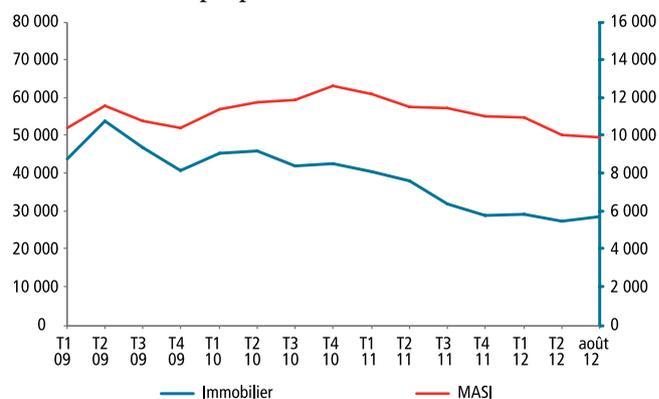
\* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière  
Source : BAM et ANCFCC

Graphique 4.23 : Indice des prix des actifs immobiliers et indice boursier du secteur immobilier, en glissement annuel



Source : BAM, ANCFCC et Bourse de Casablanca

Graphique 4.24 : Indices boursiers

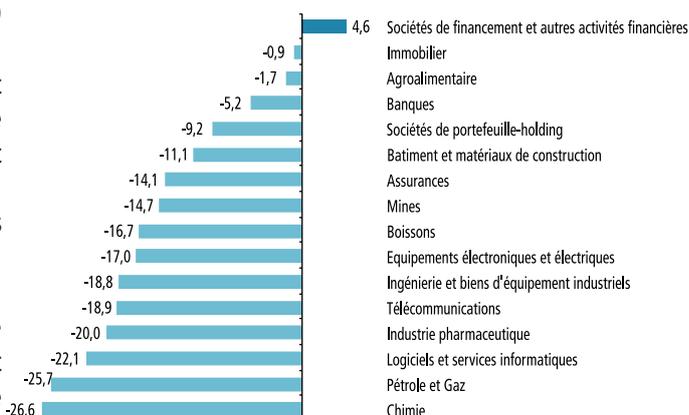


Source : Bourse de Casablanca

Dans ce contexte, la valorisation de la place de Casablanca, mesurée par le Price Earning Ratio (PER)<sup>1</sup>, s'est établie à 15,5 en août contre 16,9 au deuxième trimestre 2012. Malgré sa baisse, il reste, toutefois, relativement élevé par rapport à d'autres marchés de taille comparable. De même, le PB<sup>2</sup> évalué à 2,7 en août, après 2,9 et 2,8 réalisés respectivement en juin et en juillet, est ressorti supérieur aux niveaux atteints dans la plupart des places de l'échantillon.

Pour ce qui est de l'activité sur le marché boursier, le volume global des transactions s'est chiffré à 15,7 milliards de dirhams au deuxième trimestre, au lieu de 10,8 milliards un trimestre auparavant. Au cours des mois de juillet et d'août, il s'est limité à 5,1 milliards, réalisés pour l'essentiel sur le compartiment actions. Au total, et depuis le début de l'année, le volume cumulé des transactions s'est situé à 31,6 milliards, contre 72,1 milliards pendant la même période de l'année précédente.

Graphique 4.25 : Performance depuis le début de l'année, des indices sectoriels, données de fin août 2012, en %



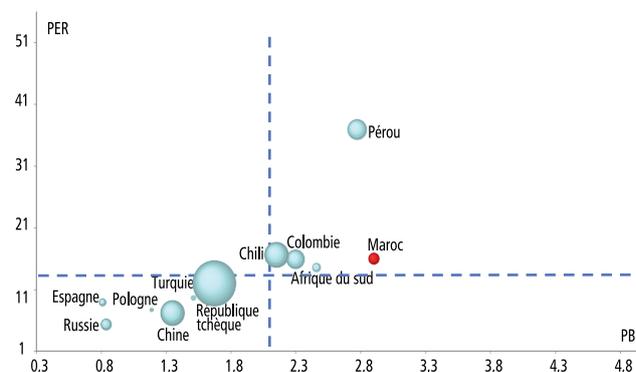
Source: Bourse de Casablanca

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T1 :11	T2 :11	T3 :11	T4:11	T1:12	T2:12	Août:12
PER							
Argentine	13,6	11,2	9,9	8,8	8,1	7,4	7,1
Chine	13,2	11,1	8,5	8	9,2	7,3	6,8
Mexique	15,1	13,5	12,8	13,9	17,6	16,3	18,3
Turquie	11,5	11,9	10,2	10,5	10,9	9,5	11,4
<b>Maroc</b>	<b>17,7</b>	<b>19,1</b>	<b>16,6</b>	<b>16,1</b>	<b>16,9</b>	<b>16</b>	<b>15,5</b>
PB							
Argentine	2,1	2,6	2,4	2,2	1,8	1,7	1,4
Chine	2,2	1,7	1,8	1,4	1,3	1,7	1,4
Mexique	2,6	2,6	2,5	2,4	2,5	2,7	2,8
Turquie	1,9	1,7	1,7	1,5	1,5	1,7	1,5
<b>Maroc</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>

Sources : Datastream, CFG

Graphique 4.26 : Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents(\*) au deuxième trimestre 2012



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

Source: Datastream, CFG, et calculs Bank Al Maghrib

1 PER : Price Earnings Ratio est le rapport entre le cours de bourse d'une entreprise et le bénéfice net par action.

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

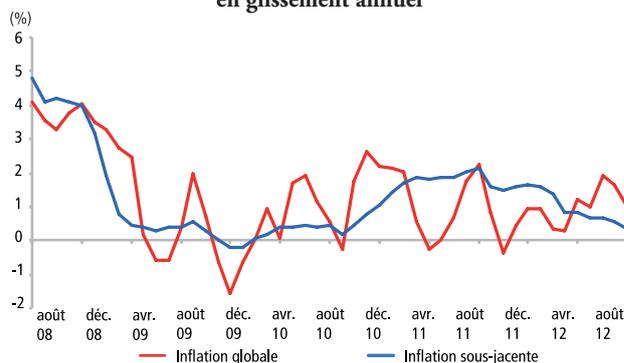
## 5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives aux prix à la consommation du deuxième trimestre et du mois d'août confirment les analyses et prévisions établies dans le cadre du précédent Rapport sur la Politique Monétaire (RPM) qui tablaient sur une évolution de l'inflation en ligne avec la stabilité des prix à moyen terme. Ainsi, l'inflation, mesurée par l'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), est revenue à 1% en août 2012, après 1,7% en juillet et 1,9% en juin, affichant une moyenne de 1,4% au deuxième trimestre et de 1% sur les huit premiers mois de l'année. Abstraction faite des produits alimentaires à prix volatils et des produits dont les prix sont réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) est ressortie à 0,4% en août, après 0,5% en juillet et 0,6% en juin, marquant une moyenne limitée à 0,7% au deuxième trimestre et à 0,8% entre janvier et août 2012. Son écart absolu par rapport à l'inflation est revenu de 1,2 point en moyenne en juin et en juillet, à 0,6 point en août. Cet écart est attribué, d'une part, à la hausse des prix de certaines composantes réglementées notamment les carburants et lubrifiants et, d'autre part, à la contribution négative des tarifs des services de communication, dont l'effet mécanique est un peu plus prononcé sur l'inflation sous-jacente que sur l'inflation. L'évolution récente de l'inflation sous-jacente recouvre, une décélération de l'inflation des biens échangeables (IPCXE) après être restée en quasi-stagnation depuis mars dernier, et un net repli de celle des non échangeables (IPCXNE) qui poursuit son évolution en territoire négatif. Ainsi, reflétant le léger recul des tensions sur les cours mondiaux des produits alimentaires de base et sur les prix à la consommation dans les principaux pays partenaires, l'inflation des biens échangeables inclus dans l'IPCX est revenue de 2,2% au cours des cinq derniers mois à 1,8% en août, tandis que celle des biens non échangeables est restée sur le même rythme de baisse enregistré depuis juin s'établissant à -1,3% en août, en liaison avec la poursuite de la modération des pressions de la demande sur le plan interne. Par ailleurs, les baisses antérieures des cours mondiaux des matières premières, notamment ceux des produits énergétiques et alimentaires, continuent de se propager au niveau des prix à la production industrielle, dont la hausse est revenue de 4,8% en mai, à 3,2% en juin et à 1,1% en juillet.

### 5.1 Evolution de l'inflation

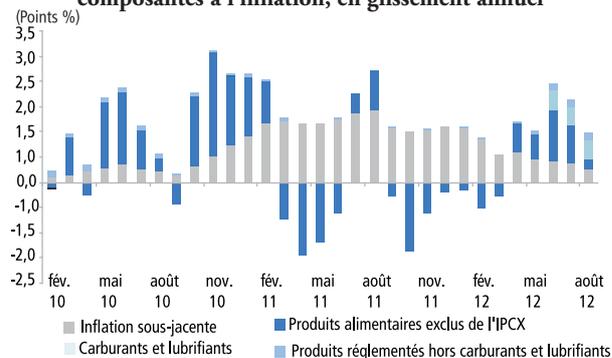
En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire, l'inflation, mesurée par l'accroissement en glissement annuel de l'IPC, s'est établie à 1% en août, après 1,7% en juillet et 1,9% en juin, soit une moyenne de 1,4% au deuxième trimestre et de 1% sur les huit premiers mois de 2012. Par composante, l'évolution récente des prix à la consommation reflète essentiellement le ralentissement de 5,8% à 1,4%, entre juillet et août, de la hausse des prix des produits alimentaires volatils. Ainsi, les variations des prix les plus importantes ont concerné les poissons frais avec -6,8% au lieu de 2,4%, les légumes frais avec -7,5% au lieu de 5,5%, alors que le rythme de progression des prix des fruits frais est resté inchangé à 5,9% entre juillet et août et ceux des agrumes ont augmenté de 0,6% au lieu de -0,7%. Abstraction faite de la section des « carburants et lubrifiants », les tarifs des produits réglementés ont connu, en revanche, une légère progression de leur rythme

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



Sources : HCP et calculs BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM

d'accroissement en glissement annuel, passant de 0,9% en juillet à 1% en août, en liaison avec la hausse des prix du transport routier de passagers. En ce qui concerne la composante « carburants et lubrifiants » qui représente 2,4% de l'indice général, elle a enregistré une hausse ponctuelle de 16,7% en juin, suite à l'augmentation des prix des produits pétroliers. Cette mesure, adoptée par le Gouvernement en réponse au creusement du déficit de la caisse de compensation, a concerné le Gasoil et l'Essence et exclut le Gaz Butane qui continue d'être subventionné aux mêmes conditions qu'auparavant. Abstraction faite des composantes exclues, l'inflation sous-jacente est ressortie à 0,4% en août, après 0,5% en juillet et 0,6% en juin, s'établissant en moyenne à 0,7% au deuxième trimestre et à 0,8% au cours des huit premiers mois de l'année. L'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente, qui était de l'ordre de 1,3 point de pourcentage en juin et de 1,1 point en juillet, est revenu à 0,6 point en août. Le niveau relativement bas de l'inflation sous-jacente découle, en majeure partie, de la nouvelle diminution des tarifs des services de communication, en particulier ceux de la section « services de téléphonie et télécopie » qui ont baissé de 9,9% en variation mensuelle et de 30% en glissement annuel, en mai. La contribution, en juillet et en août, des prix des services de téléphonie et télécopie à l'inflation avoisine -0,7 point de pourcentage et à l'inflation sous-jacente -1,1 point. Par grandes composantes, et à l'exception des tarifs de communication, les autres rubriques de l'inflation fondamentale ont évolué à des rythmes modérés et comparables d'un mois à l'autre (Tableaux 5.1 et 5.2).

## 5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse détaillée de l'évolution des prix à la consommation par catégorie échangeable (IPCXE) et non échangeable (IPCXNE) indique que la tendance fondamentale des prix est tirée, dans une large mesure, par l'inflation des biens non échangeables qui, depuis mars

**Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes**

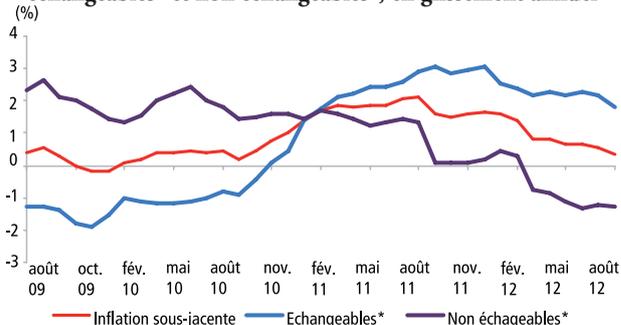
	Variation mensuelle (%)			Glissement annuel (%)		
	juin 12	juil. 12	août 12	juin 12	juil. 12	août 12
<b>Inflation globale</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,0</b>
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires volatils exclus de l'inflation sous-jacente	0,7	1,4	3,9	8,0	5,8	1,4
- Carburants et lubrifiants	16,7	0,0	0,0	16,8	16,8	16,8
- Produits réglementés hors carburants et lubrifiants	0,4	0,2	0,1	0,7	0,9	1,0
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
<i>dont :</i>						
- Produits alimentaires	0,1	0,3	0,3	2,3	2,2	1,8
- Articles d'habillement et chaussures	0,2	0,0	0,5	2,4	2,3	2,0
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles*	0,1	0,0	0,0	1,1	1,0	1,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1
- Santé*	0,2	-0,2	0,0	2,5	2,3	2,3
- Transport*	0,2	0,1	0,3	1,2	1,4	1,3
- Communication	0,0	0,0	0,0	-26,5	-26,5	-26,5
- Loisirs et cultures	0,7	-0,1	0,1	0,8	0,7	0,9
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	3,0	3,0	3,0
- Restaurants et hôtels	0,3	-0,1	0,0	1,8	1,5	1,4
- Biens et services divers	0,0	0,1	0,0	1,7	1,7	1,6

\* Hors produits réglementés  
Sources : HCP et calculs BAM

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

Produits (Dh/Litre)	fév. 2012	mars 2012	avr. 2012	mai 2012	juin 2012	juil. 2012	août 2012
Super carburant	10,18	10,18	10,18	10,18	12,18	12,18	12,18
Gasoil 50 PPM	7,15	7,15	7,15	7,15	8,15	8,15	8,15
Fuel industriel (Dh/Tonne)	3 678	3 678	3 678	3 678	4 666	4 666	4 666

Source : Ministère de l'énergie et des mines

**Graphique 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables\* et non échangeables\*, en glissement annuel**


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

dernier évoluait en territoire négatif, en liaison principalement avec la régression des tarifs des services de communication. Les contributions des prix des biens échangeables et des biens non échangeables à l'inflation sous-jacente s'élèvent respectivement à 1,0 et à -0,6 point de pourcentage en juillet et en août. L'inflation des biens échangeables (IPCXE) a, ainsi, atteint 2,2% et 1,8% en juillet et en août 2012 respectivement, affichant une moyenne de 2,3% sur les huit premiers mois de l'année. Les principales variations des prix ont concerné les produits à base de céréales avec 1,4% au lieu de 1,7%, les huiles avec 7,5% au lieu de 9,8%, ainsi que les voitures automobiles avec 0,7% au lieu de 1,2%. Parallèlement, l'indice des prix des biens non échangeables hors produits volatils et réglementés (IPCXNE) continue de révéler l'absence de tensions inflationnistes significatives au niveau interne, avec une baisse annuelle de -1,3% en août, après celle de -1,2%, marquant ainsi un rythme moyen de -1,1% au deuxième trimestre et de -0,7% sur les huit premiers mois de l'année. Les principales composantes de cette catégorie de biens ont enregistré des variations annuelles divergentes les unes par rapport aux autres, mais comparables d'un mois à l'autre, allant d'une baisse des tarifs de communication et des prix des viandes fraîches à une hausse des prix du loyer et de l'enseignement préélémentaire et primaire (Tableaux 5.3, 5.4).

### 5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la dynamique de court terme de l'inflation reste influencée, dans une large mesure, par l'évolution des prix des biens non transformés ainsi que celle des prix des services, ces derniers continuant de contribuer négativement à l'inflation. En effet, l'évolution, en glissement annuel, de l'inflation en août est liée, d'une part, à celle des prix des produits non transformés qui ont augmenté de 0,9% au lieu de 3,4%, contribuant à hauteur de 0,2 point de pourcentage à l'inflation et, d'autre part, à la régression des tarifs des services de 0,8%, avec

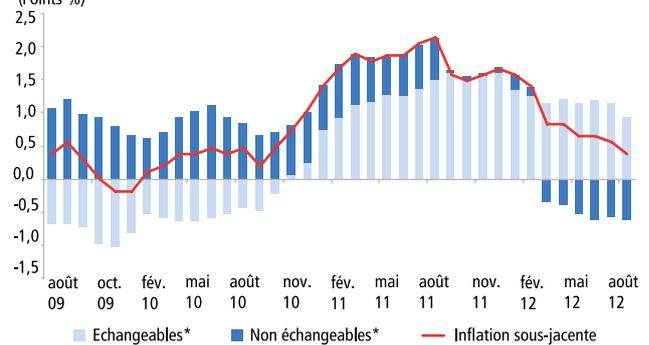
**Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables\* et non échangeables\* inclus dans l'IPCX**

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	juin 12	juil. 12	août 12	juin 12	juil. 12	août 12
	Biens échangeables*	0,1	0,2	0,1	2,3	2,2
Biens non échangeables*	0,1	0,2	0,3	-1,3	-1,2	-1,3

\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs de BAM

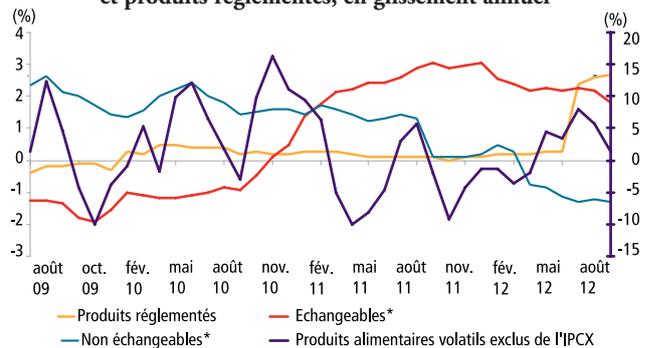
**Graphique 5.4 : Contribution des échangeables\* et des non échangeables\* à l'inflation sous-jacente, en glissement annuel (Points %)**



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

**Graphique 5.5 : Evolution des prix des biens échangeables\* et non échangeables\* et ceux des produits alimentaires volatils et produits réglementés, en glissement annuel**



\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

**Tableau 5.4 : Contribution des prix des biens échangeables\* et non échangeables\* à l'inflation globale**

	Contributions à l'inflation en variation mensuelle		Contributions à l'inflation en glissement annuel	
	juil. 12	août 12	juil. 12	août 12
Produits exclus de l'IPCX	0,2	0,5	1,3	0,7
dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,5	0,5
Produits alimentaires volatils	0,2	0,5	0,8	0,2
Biens échangeables*	0,0	0,0	0,8	0,6
Biens non échangeables*	0,0	0,1	-0,4	-0,4

\* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

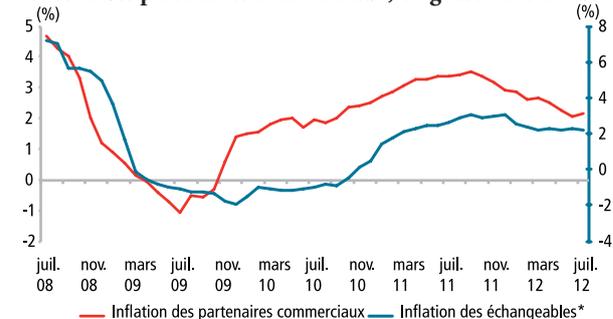
Sources : HCP et calculs BAM

une contribution négative de 0,2 point. Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont connu une légère décélération de leur rythme de progression annuelle passant de 1,8% en juillet à 1,5% en août. La contribution de cette catégorie de biens à l'inflation globale est ressortie à 0,7 point de pourcentage en moyenne en juillet et août 2012 (Tableau 5.5).

### 5.4 Indice des prix à la production industrielle

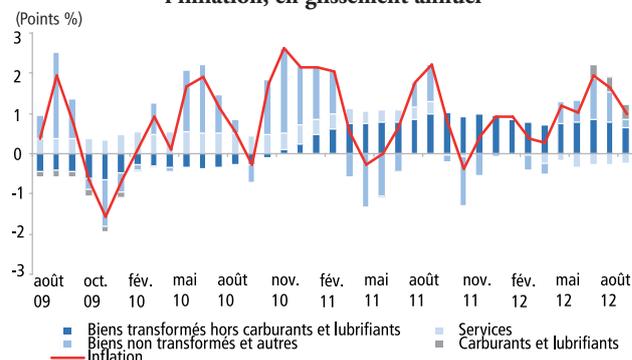
Les baisses antérieures des cours mondiaux des matières premières énergétiques et non énergétiques poursuivent leur transmission vers les prix à la production. L'indice général des prix a ainsi accusé un repli mensuel de 1,7% en juillet après -1,4% et -2,3% en mai et en juin respectivement. Cette baisse reflète principalement celle de la branche cokéfaction et raffinage, dont l'indice des prix a reculé de 5% d'un mois à l'autre, après -7% un mois auparavant, sa contribution à la baisse de l'indice général étant évaluée à -1,7 point de pourcentage. Hors cokéfaction et raffinage, l'indice des prix à la production n'a pas enregistré de variation significative, s'établissant à 0,1% en juillet après 0,2% en juin, cette variation recouvre les hausses des prix de la section « industries alimentaires » et « industrie du caoutchouc et des plastiques » de 0,2% et de 0,7% respectivement, ainsi que la baisse de 0,1% des prix de la section « industrie chimique ». En glissement annuel, la progression de l'indice global a poursuivi son atténuation, revenant de 4,8% en mai et de 3,2% en juin à 1,1% en juillet. Cette évolution est due, en majeure partie, à la poursuite de la décélération des prix de la branche cokéfaction et raffinage, dont le rythme de variation est revenue de 10,1% et de 5,3% en mai et en juin respectivement à 0,1% en juillet. Pour sa part, la hausse de l'indice hors raffinage s'est limitée à 1,6%, après 2,1% un mois auparavant (Graphiques 5.8, 5.9 et 5.10).

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



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

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



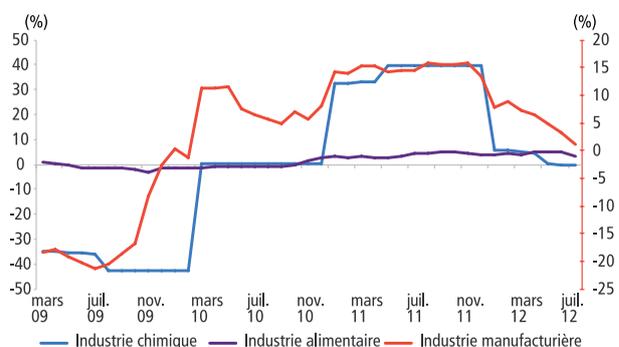
Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	juin 12	juil. 12	août 12	juin 12	juil. 12	août 12
Biens transformés*	0,1	0,1	0,1	1,9	1,8	1,5
Biens non transformés et autres	0,3	1,1	2,8	4,6	3,4	0,9
Services	0,3	0,1	0,1	-0,8	-0,8	-0,8
Carburants et lubrifiants	16,7	0,0	0,0	16,8	16,8	16,8

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

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



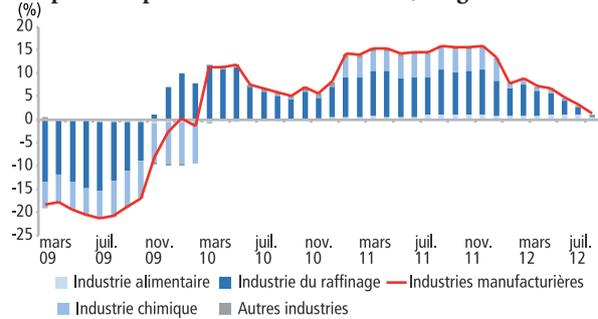
Sources : HCP et calculs BAM

## 5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois de juillet 2012, les prix des produits industriels devraient rester à des niveaux modérés durant les trois prochains mois<sup>1</sup>. En effet, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation est resté sur le même niveau, comparé à sa moyenne au cours des trois derniers mois, s'établissant à 73%, tandis que 24% des industriels tablent sur une hausse des prix et 3% sur une baisse, pour un solde d'opinion de 21%. (Graphique 5.11).

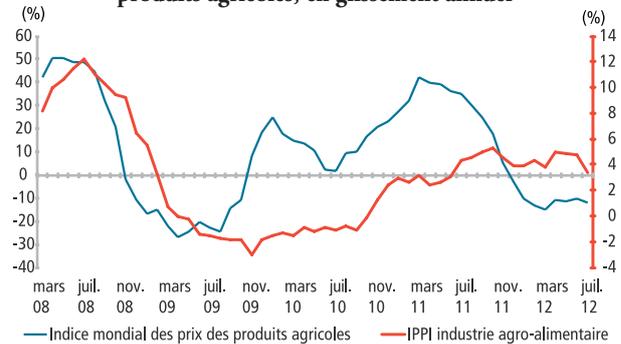
Par ailleurs, les résultats de l'enquête font ressortir la poursuite de la modération de l'inflation aux cours des trois prochains mois<sup>1</sup>, avec toutefois une légère orientation à la hausse. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une augmentation est resté à 33% en juillet, soit sa moyenne observée durant les trois derniers mois. Parallèlement, la part des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation est restée inchangée par rapport à sa moyenne au cours des trois derniers mois, soit 62% (Graphique 5.12).

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



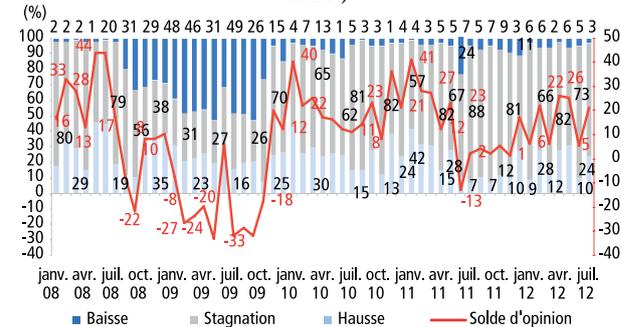
Sources : HCP et calculs BAM

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



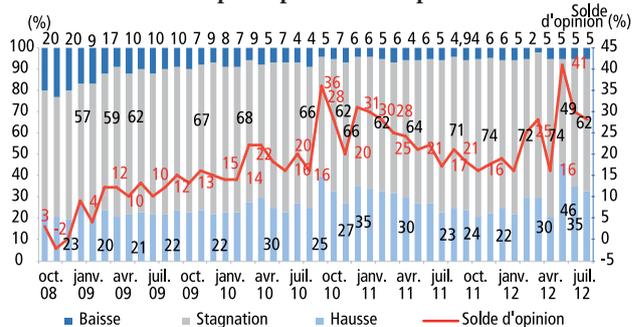
Sources : Banque mondiale, HCP et calculs de BAM

Graphique 5.11 : Evolution des prix des produits industriels pour les trois prochains mois (Soldes d'opinion de l'enquête BAM)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

Graphique 5.12 : Anticipations de l'inflation (IPC) selon les chefs des entreprises pour les trois prochains mois



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM

<sup>1</sup> L'horizon des anticipations de l'Enquête de Conjoncture de BAM du mois de juillet 2012 correspond aux mois de juillet, août et septembre 2012.

## 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 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 reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, avec une prévision moyenne de l'ordre de 2%, soit un niveau similaire à celui prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire (1,9%). Au cours de l'année 2012, l'inflation devrait se situer autour de 1,4%. Au titre de l'année 2013, la prévision fait état d'un taux d'inflation moyen de 1,9%. Sous l'hypothèse du maintien du prix du gasoil à la pompe à son niveau actuel, établi à 8,15DH le litre, la balance des risques pour le présent exercice de prévision est globalement équilibrée, en raison des incertitudes entourant l'évolution des cours des matières premières hors énergie et la croissance chez les pays partenaires.*

### 6.1 Hypothèses du scénario de base

#### 6.1.1 Environnement international

L'activité économique chez les pays avancés a connu une décélération notable durant le deuxième trimestre de l'année en cours et a été marquée, notamment, par l'entrée de la zone euro en récession. Chez les pays émergents et en développement, la croissance économique demeure, globalement, vigoureuse en dépit d'un certain essoufflement induit par la décélération des exportations, le ralentissement de la demande interne ainsi que l'accroissement de l'aversion aux risques des investisseurs. Néanmoins, l'assouplissement des politiques économiques entrepris par un certain nombre de pays émergents, fin 2011, laisserait entrevoir des évolutions plus favorables.

La détérioration de l'activité dans la zone euro durant le deuxième trimestre découle de l'évolution défavorable de certaines composantes de la demande comme en témoigne la contraction de la consommation privée qui a pâti de la baisse des dépenses des ménages et de l'investissement. Au niveau de la sphère financière, les incertitudes entourant la capacité des gouvernements à rétablir la soutenabilité des finances publiques, la viabilité des institutions politiques et financières en Grèce, ainsi que la stabilité du secteur bancaire espagnol ont accentué les tensions sur les marchés financiers. Parallèlement, aux Etats-Unis la croissance économique a rompu avec sa tendance haussière

en enregistrant une quasi-stagnation durant le deuxième trimestre de l'année en cours. Cette contreperformance est attribuable au ralentissement des dépenses publiques, des dépenses de consommation privée ainsi qu'à la contribution négative des exportations. Néanmoins, l'accroissement de l'investissement résidentiel et non résidentiel, la hausse du revenu disponible réel des ménages et la contribution positive des stocks ont permis à l'économie américaine de continuer à afficher une certaine résilience dans un environnement international très défavorable.

En ce qui a trait au marché du travail, les dernières statistiques disponibles sur les économies avancées témoignent de la persistance de niveaux élevés du chômage ainsi que des pertes considérables d'emplois tant dans les branches industrielles que tertiaires. Ainsi, le taux de chômage a stagné entre juin et juillet à 11,3% et 8,3% respectivement dans la zone euro et aux Etats-Unis. Concernant son évolution chez les principaux pays partenaires, il s'est stabilisé respectivement à 5,5% et 10,7% entre juin et juillet en Allemagne et en Italie et a connu une légère augmentation en France (passant de 10,2% en juin à 10,3% en juillet) ainsi qu'en Espagne (de 24,9% en juin à 25,1% en juillet).

Dans ces conditions, l'activité économique dans la zone euro a connu une baisse de l'ordre de 0,5% après avoir observé une croissance nulle durant le 1er trimestre de l'année en cours. Pour sa part, l'économie américaine a enregistré un taux de croissance de 2,3% en légère baisse par rapport à 2,4% réalisé durant le 1er trimestre de 2012. La

récession de la zone euro puise sa source dans la décélération de la croissance en Allemagne (1% contre 1,2% durant le 1er trimestre), la stagnation de la croissance en France (0,3% aussi bien au 1er qu'au second trimestre) et la récession que connaissent l'Italie (-2,5% au 2ème trimestre), l'Espagne (-1,3%) ainsi que les pays périphériques de la zone euro notamment le Portugal (-3,3%) et la Grèce (-6,2%).

S'agissant des perspectives de croissance, le Fonds monétaire international, dans son rapport du mois de juillet, anticipe pour l'année 2012 des taux de croissance de l'ordre de 2% et -0,3% respectivement pour les Etats-Unis et la zone euro (sans changements majeurs par rapport aux prévisions du mois d'avril). Concernant l'année 2013, les taux de croissance prévus sont de l'ordre de 2,3% pour les Etats-Unis et 0,7% pour la zone euro, contre 2,4% et 0,9% conjecturés en avril, soit une légère révision à la baisse.

Les risques entourant l'activité économique chez les pays avancés demeurent toujours orientés à la baisse. A court terme, la persistance des tensions sur les marchés financiers de la zone euro, bien qu'en atténuation suite aux mesures de rachat de dettes par la BCE, pourrait continuer à impacter négativement la sphère réelle. Parallèlement, un durcissement excessif de la politique budgétaire aux Etats-Unis et les tergiversations en matière de relèvement du plafond de la dette publique pourraient déstabiliser la confiance des investisseurs et des ménages et restreindre considérablement la croissance américaine durant les trimestres à venir.

A moyen terme, l'insuffisance des progrès dans l'élaboration des plans d'ajustement budgétaire aux Etats-Unis et au Japon impacterait, d'une part, la croissance de ces pays durant les années à venir et, d'autre part, les marchés des changes et des titres souverains. Enfin, le commerce international pourrait subir une contraction significative si la croissance économique chez les pays émergents est plus faible qu'anticipé.

Au regard de ces évolutions, des taux de croissance pondérés pour les principaux partenaires

commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume Unis) de l'ordre de -0,5% pour l'année en cours et de 0,2% en 2013 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de juin (-0,6% en 2012 et 0,6% en 2013), les hypothèses retenues n'ont pas connu de révisions notables pour 2012 et ont été légèrement revues à la baisse au titre de l'année 2013. À signaler que ce taux de croissance 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 2,4% en mai, juin et juillet avant de croître modérément au mois d'août en affichant un taux de 2,6% (estimation rapide de l'Eurostat). Au niveau des prévisions, la BCE anticipe dans son bulletin du mois d'août, des taux d'inflation de 2,3% et 1,7% pour 2012 et 2013, soient les mêmes prévisions présentées par la BCE au mois de juin.

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés. En effet, la hausse des prix des matières premières et l'éventuel relèvement de la fiscalité indirecte (en raison de la nécessité de procéder à des ajustements budgétaires) sont contrebalancés par les perspectives d'une croissance économique très faible.

S'agissant de l'Euribor trois mois, le scénario central du présent exercice retient comme hypothèse un taux moyen de 0,22% pour le second semestre de l'année en cours. Ce taux devrait stagner au premier semestre de 2013 avant de croître progressivement pour se situer, en moyenne, à 0,27% au deuxième semestre de la même année.

Enfin, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, n'ont pas connu de révisions significatives comparativement au Rapport sur la politique monétaire du mois de juin et font état d'une baisse plus prononcée en 2012 qu'en 2013.

### 6.1.2 Environnement national

Les perspectives de croissance de l'économie nationale au titre de l'année 2012 laissent entrevoir une décélération de l'activité économique, attribuable à la baisse de l'activité agricole et au ralentissement de l'activité non agricole en lien avec la détérioration persistante de la conjoncture économique dans la zone euro.

La production céréalière au titre de la campagne agricole 2011-2012 s'est établie, selon les dernières estimations du Ministère de l'Agriculture, à 51 millions de quintaux, en baisse de 39% par rapport à la campagne précédente. Cette contre performance du secteur primaire contribuera à la contraction de la croissance globale de l'année en cours.

En ce qui concerne la campagne agricole 2012-2013 et en l'absence de prévisions, sur les précipitations et leur répartition spatio-temporelle ainsi que sur la superficie des cultures céréalières, le scénario central retient une production céréalière moyenne de l'ordre de 68 millions de quintaux.

L'activité non agricole en 2012 devrait continuer de croître à un rythme soutenu, quoiqu'en ralentissement par rapport à celui enregistré en 2011. Ce dynamisme serait imputable, en grande partie, à la vigueur de la demande intérieure. A ce titre, la consommation finale des ménages serait maintenue, grâce à la stabilité des prix, au maintien des crédits à la consommation, à la baisse relative du chômage ainsi qu'à l'impact positif des augmentations salariales et à la résilience des transferts des MRE (bien qu'en baisse par rapport à l'année précédente). Toutefois, l'impulsion négative de la campagne agricole serait de nature à limiter la dynamique de la consommation des ménages ruraux.

La dynamique de l'investissement privé devrait se poursuivre comme en témoigne la hausse de la valeur des importations en biens d'équipement industriel enregistrée durant le premier semestre de l'année. Quant à l'investissement public, il devrait connaître une contraction en lien avec le retard

dans l'exécution des dépenses d'investissement programmées dans le cadre de la Loi de Finances de 2012 et les pressions exercées par les charges de compensation sur le budget de l'Etat.

Ces perspectives laissent ainsi présager la poursuite de la progression de la valeur ajoutée hors agriculture durant l'année 2012, comme prévu dans le cadre du RPM précédent. Dans ces conditions, un taux de croissance du PIB non agricole compris dans une fourchette allant de 3% à 4% est retenu.

Ainsi, les prévisions de BAM pour la croissance globale n'ont pas connu de révision comparativement au trimestre précédent et un taux de croissance inférieur à 3% est toujours anticipé.

Les dernières statistiques relatives au marché du travail, datant du deuxième trimestre de l'année 2012, indiquent une baisse du taux de chômage national de 0,6%, par rapport à la même période de l'année 2011, pour s'établir à 8,1%. Cette amélioration recouvre une baisse du chômage au milieu urbain, qui s'est établi à 12,3% et une quasi-stagnation du chômage rural à 3,5%.

En ce qui concerne l'évolution de l'emploi par secteur, les « services » et les « BTP » ont contribué à la création nette de 112.000 postes tandis que les secteurs du « transport terrestre » et « hôtels et restaurants » ont accusé des pertes respectivement de 42.000 et 13.000 postes.

Les perspectives de l'emploi dans le secteur industriel laissent entrevoir une stagnation pour le trimestre en cours. En effet, selon l'enquête trimestrielle de conjoncture élaborée par BAM, les industriels prévoient une stagnation de l'effectif global employé dans l'ensemble des branches industrielles.

Ces conditions ne devraient pas peser sur l'évolution des salaires et un SMIG de 12,24 Dh/heure, conformément aux décisions prises dans le cadre du dialogue social, est retenu comme hypothèse dans le cadre du scénario central.

Par ailleurs, le premier semestre de l'année en cours a été marqué par une augmentation des charges de compensation qui se sont établies à 32,5 milliards de DH à fin juillet, soit presque 100% des charges programmées dans le cadre de la Loi de Finances. Toutefois, la décision de hausse des prix de carburants, entrée en vigueur le 2 juin 2012, ainsi que les niveaux projetés du prix du baril de Brent devraient limiter les pressions exercées sur la caisse de compensation. A ce titre, le FMI dans l'édition du mois de juillet a revu à la baisse ses prévisions du prix du baril de Brent qui devraient, désormais, se situer à 101,8 dollars le baril en 2012 et 94,16 dollars en 2013. De même, la Banque Mondiale table sur des cours du baril de l'ordre de 106,6 dollars en 2012 et de 103 dollars en 2013.

Dans ces conditions, un maintien du prix du gasoil à la pompe à 8,15 DH le litre est retenu comme hypothèse dans le scénario central 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 similaire à celui prévu dans le cadre du dernier RPM qui s'établissait à 1,9%. Aussi, la prévision de l'inflation pour l'année 2012 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 1,4% (sans changement par rapport aux prévisions de l'exercice précédent).

La prévision de l'inflation au cours du troisième trimestre de l'année 2012 devrait se situer autour de 1,8% au lieu de 1,5% communiquée lors du dernier RPM. Au quatrième trimestre, elle devrait s'établir à 2,1% (au lieu de 2%). La prévision de l'inflation au cours du premier trimestre de l'année 2013 serait de l'ordre de 2,4%, au lieu de 2,1% prévue précédemment. Quant au deuxième trimestre, l'inflation devrait se situer à 2,2%, au lieu de 2,1% prévue lors du dernier RPM. Au troisième trimestre, elle sera de l'ordre de 1,8% (au lieu de 2%). Enfin, le taux prévu pour le quatrième trimestre de 2013 est de l'ordre de 1,4% (voir Tableau 6.1). 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 pouvant 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 relatives à la prévision centrale (voir Graphique 6.1).

Tableau 6.1 : Prévision de l'inflation pour 2012 T3 –2013 T4

	2012		2013				Moyenne		HP*
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2012	2013	
Prévision centrale (%)	1,8	2,1	2,4	2,2	1,8	1,4	1,4	1,9	2,0

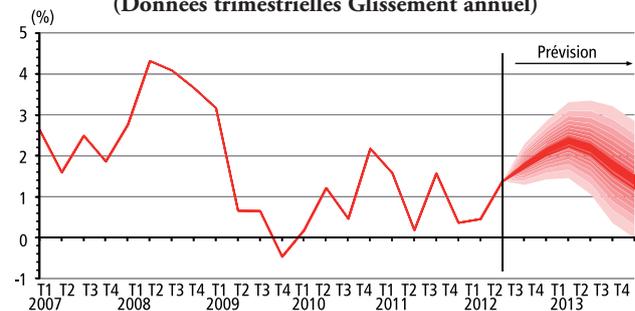
(Données trimestrielles, en glissement annuel)

\*(HP) Horizon de prévision

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 et la croissance économique chez les pays partenaires.

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 (avec une probabilité de 90%) dans la fourchette de prévision représentée sur le fan chart.

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2012 T3 - 2013 T4 (Données trimestrielles 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](mailto:deri@bkam.ma)

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

بنك المغرب  
بنك المغرب