



◆ **RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE** ◆

N° 25 / 2012

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 18 décembre 2012





Rapport sur la politique monétaire

Document préparé pour
le Conseil de Bank Al-Maghrib
du 18 décembre 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
1. Orientation de l'offre et de la demande globale	13
1.1 Production	13
1.2 Consommation	16
1.3 Investissement	17
1.4 Commerce extérieur	19
2. Pressions sur les capacités de production et marché du travail	21
2.1 Tensions sur les capacités de production	21
2.2 Tensions sur le marché du travail	22
3. Environnement international et prix à l'importation	25
3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde	25
3.2 Prix des matières premières et de l'inflation	33
3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc	35
4. Conditions monétaires et prix des actifs	37
4.1 Conditions monétaires	37
4.2 Prix des actifs	44
5. Evolution récente de l'inflation	47
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	49
5.5 Anticipations d'inflation	50
6. Perspectives de l'inflation	52
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 T3 2012-T3 2013	14
Graphique 1.2	: Projections de la croissance non agricole T3 2012-T3 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	14
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 1.7	: Evolution, en glissement annuel, de la valeur ajoutée du BTP, des ventes cumulées de ciment et des crédits immobiliers	15
Graphique 1.8	: Production industrielle passée et prévue.....	16
Graphique 1.9	: Contributions des branches d'activités à la croissance globale	16
Graphique 1.10	: Evolution de l'output-gap non agricole et l'output-gap des pays partenaires	16
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	17
Graphique 1.13	: Evolution du climat général des affaires et des dépenses d'investissement.....	17
Graphique E1.2.1	: Solde budgétaire cumulé en fin de mois,	18
Graphique E1.2.2	: Dépenses mensuelles de compensation, en millions de dirhams.....	18
Graphique 1.14	: Cumul des exportations.....	19
Graphique 1.15	: Cumul des importations	20
Graphique 1.16	: Evolution des quantités et du prix du phosphate	20
Graphique 1.17	: Evolution des quantités et des prix du pétrole brut, du gasoil et fuel	20
Graphique 2.1	: Output-gap non agricole	21
Graphique 2.2	: Output-gap non agricole et inflation sous-jacente	21
Graphique 2.3	: Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie.....	21
Graphique 2.4	: Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur	22
Graphique 2.5	: Variation de la productivité apparente du travail, en glissement annuel	22
Graphique 2.6	: Effectif employé selon les secteurs d'activité	23
Graphique 2.7	: Augmentation des coûts unitaires de la main d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2011 T2-2012 T2.....	23
Graphique 2.8	: Variation de l'indice des salaires moyen dans le secteur privé en termes nominal et réel	23
Graphique 2.9	: SMIG en termes nominal et réel.....	24
Graphique 3.1	: Evolution du spread OIS-LIBOR	25
Graphique 3.2	: Evolution du TED spread	26
Graphique 3.3	: Evolution des taux de rendements des obligations d'Etat à 10 ans dans la zone euro et aux Etats-Unis	26
Graphique 3.4	: Evolution des CDS dans les pays périphériques de la zone euro.....	26
Graphique 3.5	: Evolution des CDS dans les pays émergents (Brésil, Russie, Inde, Chine) et au Maroc	27
Graphique 3.6	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	28
Graphique 3.7	: Evolution de l'indice MSCI EM et du MASI.....	28
Graphique 3.8	: Evolution du VIX	28
Graphique 3.9	: Evolution du crédit aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Maroc	28
Graphique 3.10	: Evolution du PIB dans le monde, dans la zone euro et les pays partenaires	29
Graphique 3.11	: Evolution du PIB dans les pays émergents	29
Graphique 3.12	: Evolution de l'ISM aux Etats-Unis.....	30
Graphique 3.13	: Evolution du PMI composite et manufacturier dans la zone euro	30
Graphique 3.14	: Evolution du taux de chômage mensuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et les pays partenaires	31

Graphique 3.15	: Cours mondial du Brent en dollars	31
Graphique E3.2.1	: Transferts des MRE et taux de chômage pondéré des principaux partenaires	32
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	33
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	36
Graphique 3.23	: Evolution de l'indice mondial des prix des matières premières et de l'IPM hors énergie national	36
Graphique 3.24	: Evolution des IPM, en glissement annuel	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	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,	43
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 novembre 2012	46
Graphique 4.26	: Valorisation du marché boursier au Maroc et dans certains pays émergents au troisième 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 T4 - 2014 T1	55

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Evolution du PIB trimestriel aux prix chaînés.....	13
Tableau 1.2 : Évolution de la balance commerciale au terme du mois d'octobre 2012.....	19
Tableau 2.1 : Indicateurs trimestriels, par milieu de résidence, d'activité et de chômage	22
Tableau E 3.1.1 : La notation souveraine de la France par Moody's.....	27
Tableau 3.1 : Evolution de la croissance trimestrielle, en glissement annuel	29
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde	30
Tableau 3.3 : Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis, dans la zone euro et dans les pays partenaires.....	31
Tableau 3.4 : Perspectives d'évolution des taux de chômage dans les principaux pays avancés	31
Tableau 3.5 : Futures du prix du pétrole (Brent en dollars US).....	33
Tableau 3.6 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre.....	33
Tableau 3.7 : Evolution récente de l'inflation dans le monde,	35
Tableau 3.8 : 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 : Prévisions de l'inflation pour 2012 T4 –2014 T1.....	55

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.2 : Evolutions budgétaires à fin octobre 2012.....	18
Encadré 3.1 : Dégradation de la notation de la dette souveraine française par l'agence Moody's	27
Encadré 3.2 : Evolution et impact des conditions du marché du travail dans les pays partenaires	32
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 18 décembre 2012

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu sa réunion trimestrielle le mardi 18 décembre 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 premier trimestre 2014.
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 septembre. L'inflation s'est établie à 1,8% en octobre 2012, après 1,2% en septembre et 1% en août, en liaison principalement avec l'augmentation de 5% des prix des produits alimentaires volatils. L'inflation sous-jacente est, pour sa part, passée de 0,6% en septembre à 0,8% en octobre. Par ailleurs, le reflux limité observé en octobre des cours mondiaux des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, s'est diffusé vers les prix à la production industrielle, dont la hausse annuelle est revenue de 6,6% en septembre à 4,7% en octobre.
4. Au niveau international, la dégradation de l'activité économique et de ses perspectives s'est globalement poursuivie et le chômage demeure à des niveaux élevés. En effet, à l'exception des États-Unis où la croissance s'est raffermie, atteignant 2,5% au troisième trimestre, les résultats des comptes nationaux indiquent une contraction de l'activité dans la zone euro pour le deuxième trimestre consécutif, en liaison essentiellement avec le recul observé chez les pays touchés par la crise de la dette souveraine. Dans ce contexte, les projections de la Banque Centrale Européenne relatives à la croissance dans la zone euro ont été revues à la baisse pour s'établir entre -0,9% et 0,3% pour 2013 et entre 0,2% et 2,2% en 2014. De même, la Réserve Fédérale a légèrement abaissé ses prévisions de croissance, pour les ramener dans une fourchette se situant entre 2,3% et 3% pour 2013 et entre 3% et 3,5% pour 2014. Pour ce qui est des cours internationaux des matières premières, le repli observé en octobre s'est traduit par une modération des pressions inflationnistes.
5. Sur le plan national, la croissance du PIB s'est située à 2,6% au premier semestre 2012, recouvrant une contraction de 9% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 4,3% du PIB non agricole. Sur l'ensemble de l'année, la croissance globale devrait se maintenir à moins de 3%, prévision inchangée par rapport à celle présentée dans le Rapport sur la Politique Monétaire de septembre. Les comptes extérieurs demeurent impactés par l'évolution défavorable de la conjoncture économique mondiale. En effet, le déficit commercial s'est creusé de 11,8% à fin novembre, tandis que les transferts des MRE et les recettes de voyages se sont contractés respectivement de 4% et de 2,3%. A fin octobre, les rentrées au titre des investissements directs étrangers ont augmenté de 7,8% en glissement annuel.
6. Aussi et compte tenu de l'encaissement du montant de 1,5 milliard de dollars américains au titre de l'émission récente du Trésor sur le marché financier international, les avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib représentent plus de 4 mois d'importations de biens et

services. Pour l'année 2013, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne et de la persistance de perspectives économiques internationales peu favorables, la croissance du PIB devrait s'établir entre 4% et 5%.

7. L'analyse des conditions monétaires à fin octobre 2012, fait ressortir la poursuite de la modération de la création monétaire. En effet, la croissance annuelle de M3 s'est établie à 3,6%, après 4,4% un trimestre auparavant, tandis que celle du crédit est revenue de 6,3% à 5,4%, reflétant un rythme légèrement en deçà de la tendance de long terme. Tenant compte des évolutions récentes, l'expansion du crédit devrait se situer autour de 7% à fin 2012, après une estimation de 8% dans le Rapport sur la Politique Monétaire de septembre. Dans ce contexte, l'écart monétaire devrait rester négatif, laissant entrevoir l'absence de tensions inflationnistes d'origine monétaire.
8. Sur la base de l'ensemble de ces éléments, l'inflation à l'horizon des six prochains trimestres devrait globalement rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Ainsi, l'inflation devrait se situer autour de 1,2% en 2012, de 1,7% en 2013 et de 1,5% au premier trimestre 2014, pour s'établir à environ 1,7% en moyenne sur l'horizon de prévision.
9. Dans ce contexte, caractérisé par une balance des risques équilibrée 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%.
10. Le Conseil a, par ailleurs, adopté le plan stratégique de la Banque pour la période 2013-2015 et examiné et approuvé le budget pour l'exercice 2013.
11. Le Conseil a examiné et approuvé l'allocation stratégique pour la gestion des réserves pour l'année 2013.
12. Après avoir pris note du rapport du Comité d'audit, le Conseil a également examiné et approuvé le programme d'audit interne pour l'exercice 2013.
13. Le Conseil a arrêté le calendrier de ses réunions pour l'année 2013 comme suit :

26 mars 2013

18 juin 2013

24 septembre 2013

17 décembre 2013

APERÇU GÉNÉRAL

En ligne avec les analyses et les prévisions publiées dans le cadre du Rapport sur la Politique Monétaire de septembre 2012, la hausse des prix à la consommation est restée modérée. En effet, l'inflation en glissement annuel s'est établie à 1,8% en octobre 2012, après 1,2% en septembre et 1% en août. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est située à 0,8%, après 0,6% en septembre et 0,4% en août. Cette évolution recouvre une légère accélération du rythme de progression annuel des prix des biens non échangeables et une décélération de celui des prix des biens échangeables, en liaison avec le léger recul de l'inflation des principaux pays partenaires. Par ailleurs, le reflux limité observé en octobre des cours mondiaux des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, s'est diffusé vers les prix à la production industrielle, dont l'accroissement annuel est revenu de 6,6% en septembre à 4,7% en octobre.

Au niveau international, la conjoncture économique demeure globalement caractérisée par la poursuite de la dégradation de l'activité et de ses perspectives, ainsi que par une légère recrudescence des tensions sur les marchés financiers. En effet, à l'exception des Etats-Unis où la croissance s'est raffermie pour atteindre 2,5% au troisième trimestre, les résultats des comptes nationaux indiquent une contraction de l'activité dans la zone euro pour le deuxième trimestre consécutif, en liaison principalement avec le recul de celle des pays touchés par la crise de la dette souveraine. Parallèlement, les taux de chômage se sont maintenus à des niveaux élevés dans les économies avancées, en particulier dans les pays périphériques de la zone euro. Pour leur part, les prix des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, se sont repliés, entraînant ainsi la modération des pressions inflationnistes sur le plan international. Au niveau des conditions financières, les principaux indices boursiers se sont dépréciés, tandis que les taux souverains ont augmenté sur les marchés obligataires, en liaison essentiellement avec les difficultés liées à la crise de la dette souveraine dans les pays de la zone euro.

Au plan national, la croissance globale s'est située à 2,6% au premier semestre et devrait s'inscrire autour de ce même niveau, en moyenne, aux deux derniers trimestres de l'année. Cette évolution recouvre un recul de la valeur ajoutée agricole et le maintien du rythme de croissance des activités non agricoles aux alentours de 4%. En conséquence, l'output gap non agricole, indicateur permettant d'apprécier les tensions inflationnistes d'origine interne, devrait évoluer à des niveaux très proches de zéro au cours des troisième et quatrième trimestres 2012. Sur l'ensemble de l'année, la croissance globale devrait se situer à moins de 3%, prévision inchangée par rapport à celle présentée dans le Rapport sur la Politique Monétaire de septembre 2012. Pour 2013, la croissance devrait évoluer dans une fourchette allant de 4% à 5%, sur la base d'une campagne céréalière moyenne et de la persistance de perspectives économiques internationales peu favorables.

Les comptes extérieurs à fin octobre 2012, laissent apparaître une détérioration du solde des transactions courantes, avec le creusement de 10% du déficit de la balance commerciale par rapport à la même période de l'année précédente. En effet, les importations globales ont progressé de 6,6%, sous l'effet du renchérissement de 14,7% de la facture énergétique et de l'accroissement de 3,8% des autres produits. En regard, les exportations se sont accrues de 3%, avec des hausses des ventes de phosphates et produits dérivés et des autres exportations, de 3,4% et de près de 3%, respectivement. Pour ce qui est des transferts MRE et des recettes de voyages, ils se sont contractés respectivement de 3,2% et de 2,5%, contre un accroissement de 9,1% et de 5,9% une année auparavant.

Au niveau des conditions monétaires, les données disponibles à fin octobre 2012 continuent de faire ressortir la modération de la création monétaire, maintenant ainsi l'écart monétaire à un niveau négatif et un rythme de distribution du crédit bancaire en ralentissement. En effet, la croissance annuelle de M3 s'est limitée à 3,6%, après 4,4% un trimestre auparavant, tandis que celle du crédit est revenue de 6,3% à 5,4%, soit un rythme légèrement en deçà de la tendance de long terme. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2012 font état d'un accroissement de 22 points de base du taux moyen pondéré en relation essentiellement avec l'augmentation des taux assortissant les facilités de trésorerie et, dans une moindre mesure, les prêts à la consommation. Concernant le taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 0,21% d'un trimestre à l'autre en termes nominaux, alors qu'il s'est apprécié de 0,9% en termes réels, en raison d'un différentiel d'inflation légèrement en faveur des pays partenaires et concurrents.

Pour ce qui est des prix des actifs, l'indice des prix des actifs immobiliers calculé par Bank Al-Maghrib fait ressortir une baisse de 0,7% au troisième trimestre 2012, après une augmentation de 0,5% un trimestre auparavant. En revanche, cet indice est resté quasiment inchangé en glissement annuel, recouvrant un recul des prix des biens résidentiels, une hausse de ceux fonciers et une stagnation de ceux commerciaux.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, la prévision centrale de l'inflation reste en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. La prévision moyenne de l'inflation a été légèrement revue à la baisse, ressortant à 1,2% en 2012 et à 1,7% en 2013. Au terme de l'horizon de prévision, soit le premier trimestre 2014, l'inflation devrait se situer à 1,5%, alors qu'en moyenne, sur le même horizon, elle devrait s'établir à 1,7%. 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 est globalement équilibrée, en raison des incertitudes entourant l'évolution des cours des matières premières hors énergie et la croissance économique chez les pays partenaires.

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

La croissance économique s'est établie à 2,6% au premier semestre et devrait maintenir ce rythme de progression au deuxième semestre. Cette évolution reflète une poursuite du recul de la valeur ajoutée agricole et une légère décélération de la croissance non agricole, qui devrait s'établir à 4% au deuxième semestre après 4,4% au semestre précédent. En parallèle, la demande intérieure devrait continuer à soutenir la croissance globale, néanmoins dans une moindre mesure comparativement à 2011. Au titre du premier semestre, la consommation finale des ménages a progressé de 5,7% contre 7,4% en 2011, alors que l'investissement s'est maintenu à près de 3,4%. De leur côté, les indicateurs des échanges extérieurs, à fin octobre, font ressortir une hausse des importations plus rapide que celle des exportations, laissant entrevoir une contribution négative de la demande extérieure à la croissance. Au total, la prévision de la croissance du PIB au titre de l'année 2012 demeure inchangée à moins de 3%, comme publiée dans le dernier Rapport sur la politique monétaire. En 2013, les perspectives économiques restent tributaires de la durabilité de la récession observée chez les principaux partenaires économiques. Sous l'hypothèse d'une campagne céréalière moyenne, la croissance nationale devrait se situer dans une fourchette comprise entre 4% et 5%. Dans ces conditions, les éléments d'analyse de l'offre et de la demande indiquent que les pressions sur les prix demeurent modérées.

1.1 Production

Sur la base des dernières données disponibles, la croissance nationale s'est établie à 2,3% au deuxième trimestre 2012 après 2,8% au premier trimestre et 5% sur l'ensemble de l'année 2011. Cette évolution reflète une régression de la valeur ajoutée agricole de 9,6% et une croissance non agricole de 4,2%, en liaison essentiellement avec le ralentissement des industries de transformation et le repli des activités minières.

Au troisième trimestre, l'activité économique devrait s'inscrire dans la continuité des évolutions enregistrées au premier semestre, pour s'établir à 2,9% recouvrant une progression de la croissance non agricole à 4,3% et une baisse de 7,4% de la valeur ajoutée agricole.

Sur l'ensemble de l'année 2012, les prévisions présentées dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire sont maintenues inchangées, la croissance du PIB ne devant pas dépasser 3%.

Par secteur d'activité, la campagne agricole 2012-2013 semble bénéficier d'un bon démarrage, en liaison avec les précipitations abondantes et quasi-généralisées sur toutes les régions depuis le mois de septembre. Le cumul pluviométrique a été évalué à 90 mm en moyenne au 29 octobre 2012, en hausse de 50% comparativement à la même période de 2011, ce qui devrait avoir des

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

Branches d'activités en %	2010		2011			2012				
	TIII	TIV	TI	TII	TIII	TIV	TI	TII	TIII _E	TIV _P
Agriculture	-0,2	-3,0	5,9	6,1	6,0	4,3	-8,3	-9,6	-7,4	-6,2
VA non agricole	4,5	2,0	5,8	4,3	5,0	5,4	4,6	4,3	4,3	3,7
Industrie extractive	30,1	14,7	14,5	2,8	-1,7	8,2	-7,9	-5,4	4,3	2,8
Industrie de transformation	3,8	3,8	3,4	0,8	3,7	4,0	3,5	0,9	0,8	0,8
Electricité et eau	9,5	6,9	0,4	5,7	5,3	12,8	12,6	10,8	10,3	9,9
Bâtiment et travaux publics	0,9	-1,4	2,0	1,7	6,1	7,0	5,7	3,5	2,9	2,0
Commerce	3,6	-7,0	3,8	4,1	4,7	4,7	2,8	1,7	2,6	2,7
Hôtels et restaurants	8,5	6,3	6,3	-2,9	-3,9	-7,0	-4,9	2,3	3,2	3,3
Transports	6,2	4,4	7,4	6,5	5,9	3,9	1,7	2,4	2,6	2,7
Postes et télécommunications	3,4	9,6	13,0	15,5	24,1	23,0	13,4	12,8	10,4	10,2
Administration publique générale et sécurité sociale	2,4	2,9	6,5	6,4	5,7	4,5	11,7	11,7	6,4	6,4
Autres services*	3,3	1,6	7,0	6,3	5,6	4,3	6,0	5,9	5,9	5,9
Impôts sur les produits nets des subventions	6,5	7,0	3,6	2,2	3,5	1,4	3,0	3,1	4,2	4,9
PIB hors agriculture	4,7	2,6	5,6	4,1	4,8	5,0	4,4	4,2	4,3	3,9
Produit intérieur brut	4,0	1,9	5,6	4,5	5,0	4,9	2,8	2,3	2,9	2,3

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

Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

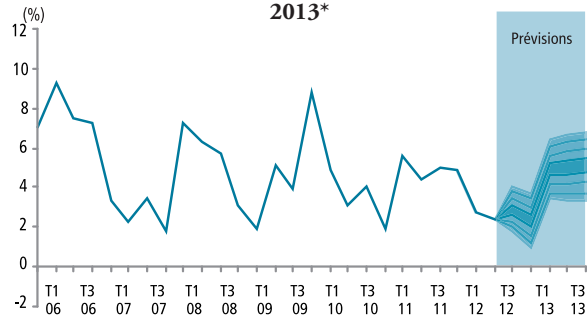
effets positifs sur la couverture végétale et le taux de remplissage des barrages. En outre, l'État a entrepris certaines mesures, visant le bon déroulement de l'actuelle campagne. Elles se rapportent, notamment, à la mobilisation des semences céréalières subventionnées, à l'approvisionnement du marché en engrais et à l'octroi des aides agricoles pour encourager les investissements dans le secteur.

Au niveau des activités secondaires, leur valeur ajoutée aurait connu au troisième trimestre une hausse de 2,8% après 2,3% un trimestre auparavant, contribuant ainsi à hauteur de 1,2 point de pourcentage à la croissance globale. Cette légère amélioration est attribuable essentiellement au redressement de l'industrie minière, dont la croissance se serait établie à 4,3% en glissement annuel, contre un repli de 5,4% enregistré au deuxième trimestre et de 7,9% au premier trimestre. En outre, la demande étrangère de fertilisants se renforce parallèlement au maintien des prix internationaux à des niveaux élevés (Chapitre 3).

Pour sa part, la valeur ajoutée de l'industrie de transformation, ayant enregistré un important ralentissement au deuxième trimestre, devrait se stabiliser au cours du deuxième semestre à un taux de croissance inférieur à 1%. Cette évolution reflète entre autres la baisse de la demande étrangère adressée au Maroc. En effet, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'octobre 2012 indiquent une baisse des ventes aussi bien locales qu'étrangères, en ligne avec le ralentissement observé au niveau des exportations de biens à fin octobre. En outre et malgré une amélioration de la production industrielle par rapport au mois précédent, le taux d'utilisation des capacités de production demeure inférieur à son niveau moyen. De plus, le niveau de stocks de produits finis est jugé globalement normal alors que le carnet de commandes est inférieur à son niveau historique.

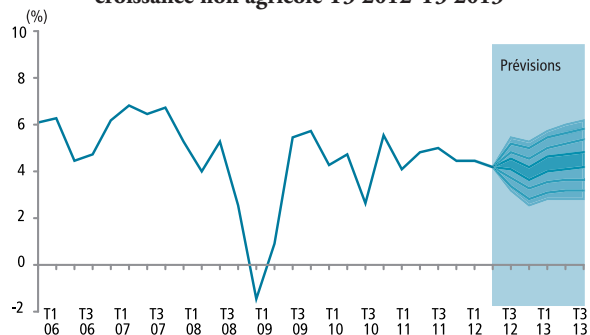
La branche « électricité et eau », quant à elle, devrait garder son dynamisme observé depuis le quatrième trimestre 2011, avec une croissance de sa valeur ajoutée estimée à 10,3% et 9,9% respectivement au troisième et quatrième

Graphique 1.1 : Projections de la croissance T3 2012-T3 2013*



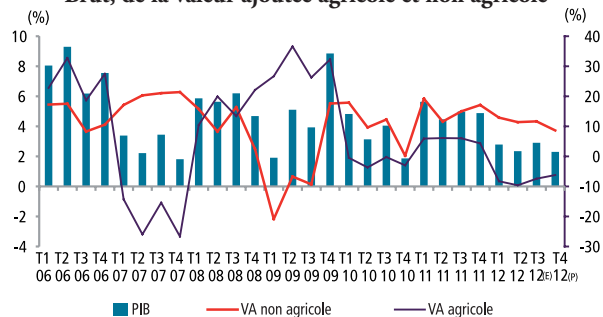
(*) Événails en fonction de l'écart type
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

Graphique 1.2 : Projections de la croissance non agricole T3 2012-T3 2013



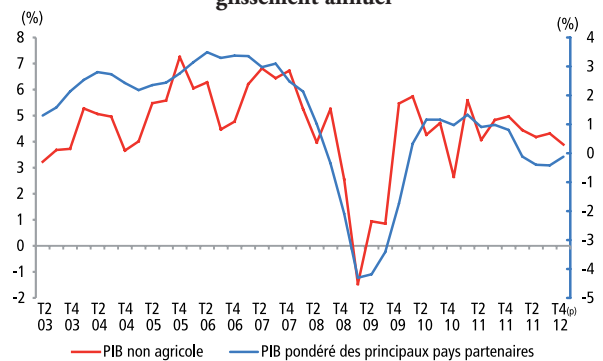
(*) Événails en fonction de l'écart type
Sources : HCP, estimations et prévisions de BAM

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



Sources : HCP et prévisions de BAM

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

trimestre après 11,7% enregistrée au premier semestre. Les principaux indicateurs font état d'une augmentation, en glissement annuel, de 10,2% à fin octobre de la production nette locale de l'Office national de l'électricité, parallèlement à la hausse de 7,5% des ventes, recouvrant une progression de 6,9% des ventes destinées aux industriels et de 9,8% de celles destinées aux ménages.

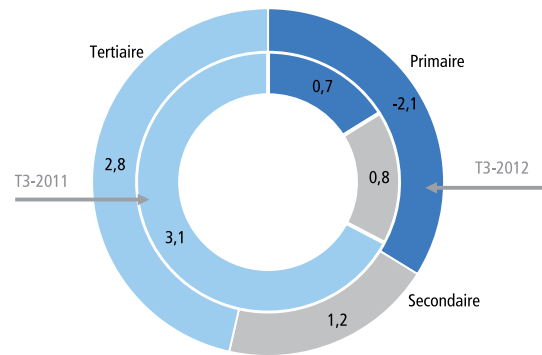
Après une croissance de sa valeur ajoutée à 5,7% au premier trimestre, la branche du bâtiment et travaux publics a connu un ralentissement à 3,5% au deuxième trimestre, qui devrait se poursuivre pour le reste de l'année. Ainsi, la croissance de la branche serait limitée à 2,9% et 2% respectivement au troisième et quatrième trimestre. Les indicateurs de haute fréquence liés à l'activité confirment cette évolution, avec une baisse de 1% à fin octobre des ventes cumulées de ciments.

S'agissant du secteur tertiaire, sa croissance au troisième trimestre 2012 devrait s'établir à 2,8%, soit un rythme comparable à celui enregistré au premier semestre de l'année. Sa contribution à la croissance devrait atteindre 2,8 points de pourcentage et ce, à la faveur de la bonne orientation des différentes branches du secteur.

La valeur ajoutée des postes et télécommunications devrait croître de près de 10,3% au deuxième semestre. A fin septembre, le parc de la téléphonie mobile a augmenté de 5,9% et celui de l'Internet a progressé de 34% pour s'établir à 3,9 millions d'abonnés. En revanche, le parc de la téléphonie fixe a baissé de 5,8%.

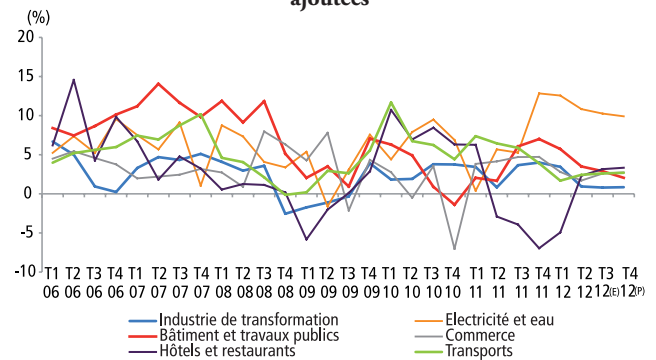
L'activité touristique, quant à elle, a connu une croissance positive de 2,3% au deuxième trimestre après un mouvement baissier observé au cours de quatre trimestres consécutifs. Pour le reste de l'année, elle devrait croître positivement de 3,2%, portée en partie par la matérialisation d'un effet de base. Les indicateurs les plus récents liés à l'activité indiquent, en outre, de légères améliorations. A fin octobre, les entrées de touristes ont atteint 8,1 millions de visiteurs, en légère progression de 1% par rapport à la même période de 2011. Parallèlement, les nuitées recensées au niveau

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



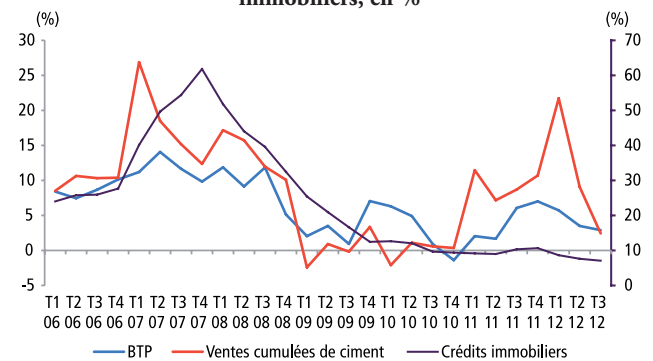
Sources : HCP, calculs et prévisions de BAM

Graphique 1.6 : Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées



Sources : HCP et prévisions de BAM

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

des établissements d'hébergement classés se sont accrues de 2,1% après une baisse de 5,9% au cours de la même période de l'année précédente et le taux d'occupation s'est stabilisé à 41%. En revanche, les recettes de voyages sont en baisse de 2,5% après une hausse de 5,9% une année auparavant.

Concernant les branches du commerce et du transport, largement liées à l'évolution des autres secteurs, leurs valeurs ajoutées devraient progresser à des rythmes légèrement supérieurs à ceux observés au cours du premier semestre.

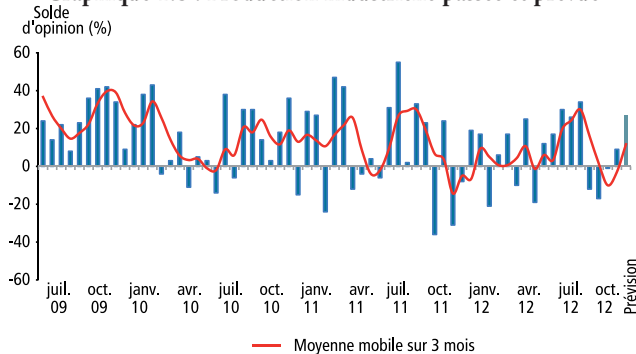
Pour l'année 2013, les perspectives de croissance demeurent largement tributaires de la durabilité de la récession économique chez nos principaux partenaires. Sous l'hypothèse d'une campagne céréalière moyenne, la prévision de la croissance économique est maintenue dans un intervalle compris entre 4% et 5%, inchangé par rapport au dernier Rapport sur la politique monétaire.

1.2 Consommation

La consommation finale nationale s'est accrue en termes réels de 4,6% au deuxième trimestre 2012, contre 6,7% un trimestre auparavant. Cette évolution reflète un ralentissement de la consommation finale des ménages, de 7% à 4,4%, et une stabilité de la croissance de la consommation des administrations publiques à près de 5,4%.

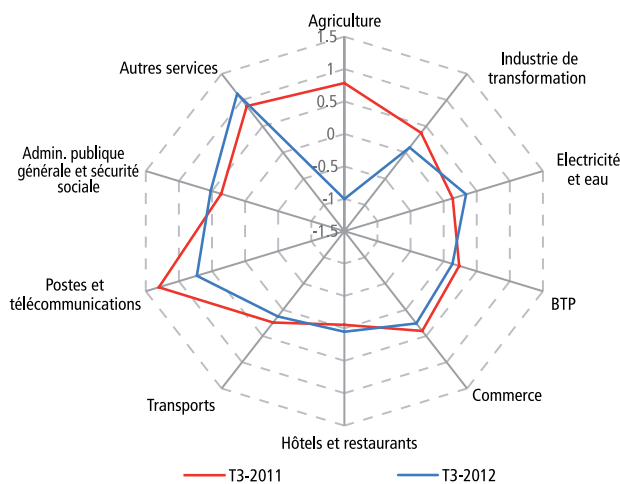
Sur le reste de l'année 2012, la consommation finale nationale devrait progresser à un rythme soutenu bien qu'en décélération par rapport à son niveau de l'année précédente. En effet, les principaux indicateurs liés à la consommation révèlent des évolutions divergentes. Les transferts des MRE et les recettes de voyage ayant fléchi, à fin octobre 2012, de 3,2% et 2,5% respectivement, après une hausse de 9,1% et 5,9% au cours de la même période une année auparavant. Pour sa part, l'indice de confiance des ménages, publié par le HCP, a poursuivi sa tendance baissière entamée depuis le quatrième trimestre 2011, pour s'établir à 77,6 points au troisième trimestre 2012, en régression de 3,1 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre et de 8,9 points de pourcentage par

Graphique 1.8 : Production industrielle passée et prévue



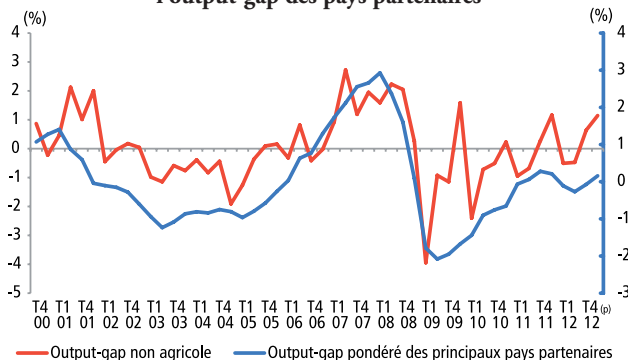
Source : Enquête mensuelle de Conjoncture dans l'industrie de BAM

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



Sources : HCP, calculs et prévisions BAM

Graphique 1.10 : Evolution de l'output-gap non agricole et l'output-gap des pays partenaires



Sources : FMI, calcul et prévisions BAM

rapport à son niveau une année auparavant. Parallèlement, les inquiétudes subsistent quant au marché du travail. Au troisième trimestre 2012, les créations, en une année, se sont limitées à 56.000 postes d'emploi et le taux de chômage s'est établi à 9,4% après 8,1% un trimestre auparavant.

En revanche, la consommation des ménages devrait continuer de bénéficier des effets de la revalorisation des salaires et du maintien de l'inflation à des niveaux modérés. De plus, les importations des produits finis de consommation ont affiché une progression de 6,1% à fin octobre 2012, contre 11% une année auparavant. De même, les crédits à la consommation se sont quasiment stabilisés autour de 11,1% à fin octobre 2012.

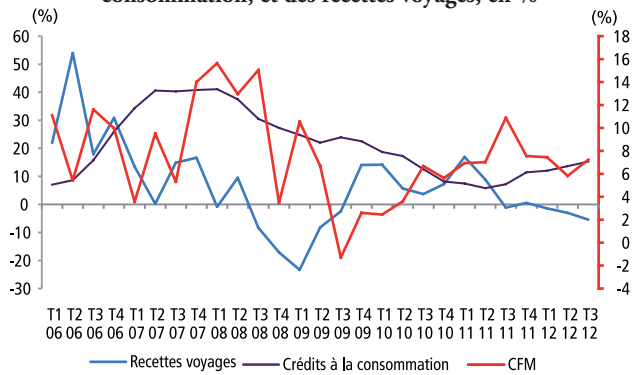
La consommation des administrations publiques, quant à elle, devrait maintenir sa dynamique de croissance observée au cours du premier semestre. En effet, les dernières données disponibles indiquent une hausse de 11,7% des dépenses de fonctionnement à fin octobre, contre 4,5% à la même période une année auparavant, tirée par une progression de 11,1% des dépenses du personnel, celles au titre des autres biens et services s'étant accrues de 13,2%.

1.3 Investissement

Au deuxième trimestre 2012, l'investissement a progressé de seulement 0,8%, soit un rythme en nette décélération par rapport à celui de 6,1% enregistré un trimestre auparavant. Au cours des deux prochains trimestres, l'investissement devrait poursuivre son ralentissement.

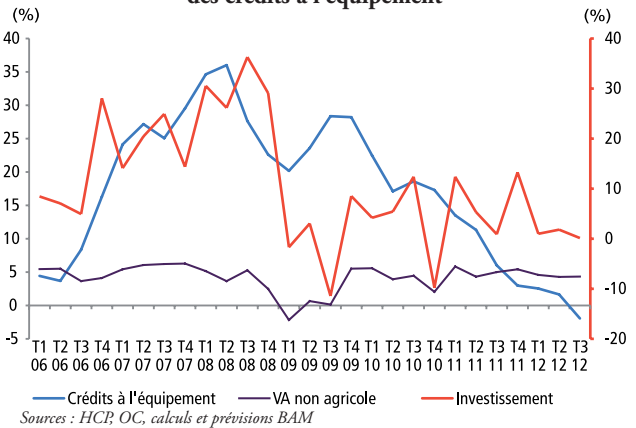
En effet, les crédits à l'équipement se sont repliés de près de 1% à fin octobre contre une augmentation de 2,8% une année auparavant. En outre, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de Bank Al-Maghrib, portant sur le troisième trimestre 2012, confirment cette tendance baissière, indiquant un climat des affaires jugé globalement défavorable pour la première fois depuis le troisième trimestre 2009. Les mêmes résultats révèlent une baisse des dépenses d'investissement au troisième trimestre 2012 par rapport au

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



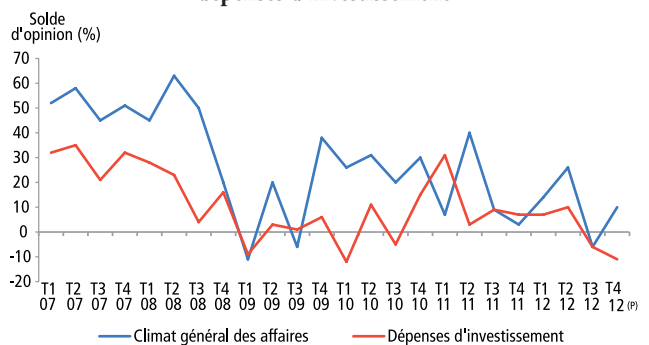
Sources : HCP, OC et calculs et prévisions BAM

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



Sources : HCP, OC, calculs et prévisions BAM

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



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

Encadré 1.2 : Evolutions budgétaires à fin octobre 2012

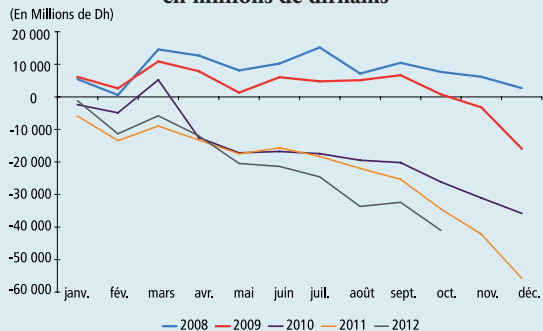
L'exécution budgétaire à fin octobre 2012, suivant la présentation de la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE), fait ressortir un déficit (hors privatisation) de 41 milliards de dirhams, au lieu de 34,4 milliards un an auparavant. Cette situation s'explique par une évolution plus marquée des dépenses globales de 8,5%, face à une croissance des recettes ordinaires de 5,7%, attribuable principalement à la hausse de 5,9% des recettes fiscales.

Les recettes ordinaires, d'un total de 181,6 milliards, ont progressé de 5,7%, reflétant une hausse de même ampleur des recettes fiscales et de 3,1% de celles non fiscales à 16,4 milliards comparativement à fin octobre 2011. L'augmentation des recettes fiscales recouvre une hausse 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. Les recettes provenant des impôts directs ont augmenté de 10,4% à 63,1 milliards, traduisant essentiellement un accroissement de 19,1% des rentrées de l'impôt sur le revenu à 26,7 milliards et une augmentation de 5,3% des recettes de l'impôt sur les sociétés à 35 milliards.

Concernant les recettes des impôts indirects, elles ont atteint 82,2 milliards de dirhams, en accroissement de 3,9%. Le produit de la TVA a progressé de 4,3% à 63,7 milliards, traduisant l'amélioration de 6,2% des rentrées de la TVA sur les importations et, dans une moindre mesure, celle à l'intérieur de 1,6%. Pour sa part, la taxe intérieure de consommation (TIC) a généré 18,5 milliards, en hausse de 2,6% d'une année à l'autre, recouvrant un accroissement de 7,1% des recettes des taxes liées aux tabacs manufacturés et une quasi-stagnation des autres TIC. Quant aux recettes des droits de douane, d'un montant de près de 7,6 milliards, elles ont continué leur repli à un rythme de 10,7% à fin octobre 2012, les droits d'enregistrement et de timbre ayant progressé pour leur part de 10,2% à 9,9 milliards.

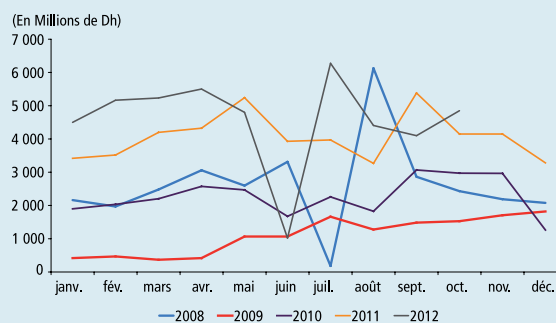
Compte non tenu des recettes de privatisation, les recettes non fiscales ont enregistré un accroissement de 3,1% pour un total de 16,4 milliards de dirhams. Les recettes de monopole et participations se sont ainsi établies à 11 milliards, en hausse de 14,7% par rapport à fin octobre 2011, provenant pour l'essentiel de l'OCP pour un montant de 4,1 milliards, de Maroc Télécom pour 2,2 milliards, de l'Agence de la conservation foncière, du cadastre et de la cartographie pour 2 milliards et de Bank Al-Maghrib pour 839 millions de dirhams.

Graphique E1.2.1 : Solde budgétaire cumulé en fin de mois, en millions de dirhams



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

Graphique E1.2.2 : Dépenses mensuelles de compensation, en millions de dirhams



Source : Ministère de l'Economie et des Finances

En hausse de 8,5%, les dépenses globales se sont élevées à 227,8 milliards de dirhams. Cette évolution reflète un accroissement de 10,6% des dépenses ordinaires à 194,7 milliards de dirhams, elles-mêmes liées à l'alourdissement de 11,7% à 112,4 milliards des dépenses au titre des biens et services. Les dépenses de personnel ont ainsi progressé de 11,1% à 80,3 milliards, tandis que les autres dépenses de la rubrique ont atteint 32,2 milliards, en hausse de 13,2%. De même, les charges en intérêts de la dette ont augmenté de 10,1% à 17,3 milliards. Quant aux dépenses de compensation, elles se sont accrues de 10,7% par rapport à fin octobre 2011 à 45,9 milliards. En revanche, les dépenses d'investissement ont de nouveau marqué une baisse de 2% à 33,1 milliards.

Il ressort de ces évolutions un solde ordinaire déficitaire de 13,2 milliards, au lieu de 4,4 milliards au terme du mois d'octobre 2011. Suite au remboursement d'arriérés de paiement pour un montant de 3,8 milliards, le stock des arriérés de paiement est revenu à 21,4 milliards au lieu de 25,3 milliards en décembre 2011. Compte tenu de cette réduction des arriérés et du solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 5,3 milliards, le déficit de caisse a été de 44,9 milliards, au lieu de 39,5 milliards au terme de la même période de l'année précédente. Outre les rentrées des privatisations de 3,3 milliards issues de la cession de 10% du capital de la BCP, le Trésor a financé son besoin principalement par des ressources intérieures d'un montant de 40,8 milliards, dont 38,2 milliards par voie d'adjudication. Le financement extérieur devient positif, affichant à fin octobre un flux net de 764 millions de dirhams.

trimestre précédent, avec des anticipations d'une poursuite de cette contraction à très court terme.

La croissance de la branche du bâtiment et travaux publics, l'un des moteurs de l'investissement, a été également marquée par un ralentissement au deuxième trimestre, qui devrait se poursuivre durant cette année.

Par ailleurs, les recettes au titre des investissements et prêts privés ont progressé de 4,6% à fin octobre 2012, après un repli de 0,1% sur la même période une année auparavant. De même, les importations de produits finis d'équipement ont marqué, à fin octobre, une hausse de 9,8%, après 0,6% à la même période une année auparavant.

De leur côté, les dépenses d'investissement, selon la situation des charges et ressources du Trésor, se sont contractées de 2% à fin octobre 2012, contre un repli de 2,4% à la même période une année auparavant.

1.4 Commerce extérieur

Les données disponibles à fin octobre 2012 indiquent la poursuite du creusement du déficit commercial en glissement annuel, sous l'effet d'une hausse plus importante des importations par rapport à celle des exportations.

En effet, la balance commerciale a enregistré, à fin octobre, un déficit de 164,4 milliards de dirhams, en aggravation de 10,3% d'une année à l'autre, contre celle de 21,4% observée un an auparavant. Cette évolution résulte de l'augmentation de 6,8% ou 20 milliards de dirhams des importations, plus rapide que celle de 3,2% ou 4,6 milliards des exportations. Le taux de couverture a légèrement baissé pour se situer à 47,8%.

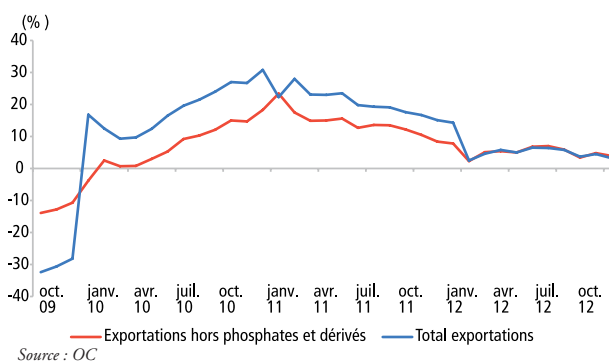
La progression des exportations s'explique essentiellement par l'accroissement de 3,9% des ventes hors phosphates et dérivés, ressorties à 109,5 milliards de dirhams. Ainsi, les exportations de produits énergétiques ont presque doublé, s'élevant à 6,5 milliards, suite principalement à l'augmentation sensible des quantités vendues en huile de pétrole pour l'avitaillement du pavillon étranger. De

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

(En millions de dirhams)	oct.		Variations	
	2011	2012*	Montant	%
Exportations globales	145 659,2	150 286,0	+4 626,8	+3,2
Exportations de phosphates et dérivés	40 290,5	40 773,2	+482,7	+1,2
Exportations hors phosphates et dérivés	105 368,7	109 512,8	+4 144,1	+3,9
Produits énergétiques	3 443,7	6 455,9	+3 012,2	-
Voitures de tourisme	743,7	4 396,4	+3 652,7	-
Fils et câbles pour l'électricité	13 923,0	12 642,2	-1 280,8	-9,2
Articles de bonneterie	6 513,3	6 352,1	-161,2	-2,5
Importations globales	294 634,3	314 658,0	+20 023,7	+6,8
Importations de produits énergétiques	74 372,3	84 985,9	+10 613,6	+14,3
Importations hors énergie	220 262,0	229 672,1	+9 410,1	+4,3
Demi-produits	63 831,8	62 860,4	- 971,4	-1,5
Produits alimentaires	30 890,6	33 601,4	+2 710,8	+8,8
Biens de consommation	51 069,6	54 169,9	+3 100,3	+6,1
Biens d'équipement	55 738,0	61 195,3	+5 457,3	+9,8
Déficit commercial	148 975,1	164 372,0	+15 396,9	+10,3

* Données provisoires
Source : OC

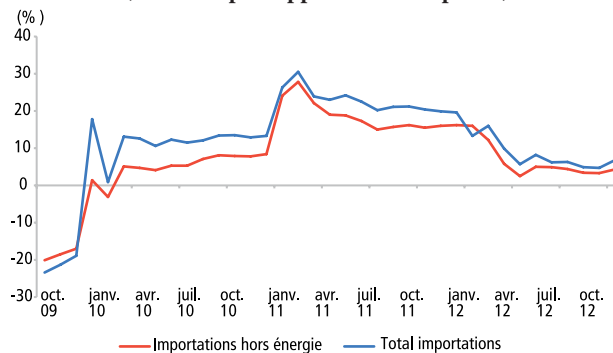
Graphique 1.14 : Cumul des exportations (Variation par rapport à l'année passée)



même, les ventes de voitures de tourisme ont enregistré une expansion significative, passant de 743,7 millions à 4,4 milliards de dirhams. Pour leur part, les exportations de vêtements confectionnés, de conserves de poissons, de produits résiduels de pétrole et de poissons frais ont crû respectivement de 1%, de 28,5%, de 16,8% et de 13,2%. En revanche, les exportations de fils et câbles, d'articles de bonneterie et de composants électroniques ont accusé des baisses respectives de 9,2%, de 2,5% et de 14,4%.

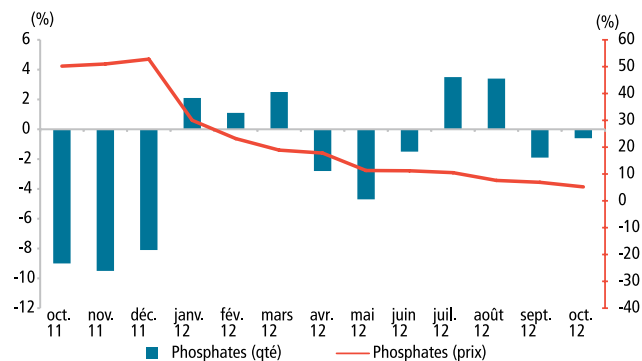
En regard, la hausse des importations résulte principalement de celle de 14,3% des achats de produits pétroliers, qui y ont contribué à hauteur de 3,6 points de pourcentage, tandis que la facture hors énergie a augmenté de 4,3%, soit une contribution de 3,2 points. Ainsi, les achats de gasoil et fuel, de pétrole brut et de gaz de pétrole, chiffrés respectivement à 30,3 milliards, 28,9 milliards et 15,9 milliards de dirhams, se sont accrus de 18,7%, de 13,9% et de 17,6%. Parallèlement, les acquisitions de biens d'équipement, participant à hauteur de 1,9% à la croissance des importations, se sont élevées à 61,2 milliards de dirhams, en augmentation de 9,8%, sous l'effet notamment de la progression de 45,6% des acquisitions de voitures industrielles, d'un montant de 6,7 milliards de dirhams. De leur côté, les achats de produits alimentaires ont enregistré un accroissement de 8,8%, atteignant 33,6 milliards de dirhams, résultant essentiellement des augmentations respectives de 11,5% et de 8,1% des approvisionnements en blé et en sucre. Pour leur part, les importations de biens de consommation ont crû de 6,1%, totalisant 54,2 milliards de dirhams, en relation principalement avec la progression de 19,9% des achats de voitures de tourisme. En revanche, les importations de produits bruts, chiffrées à 17,8 milliards de dirhams, ont diminué de 4,8%, tandis que les achats de demi-produits ont régressé de 1,5%, s'établissant à 62,9 milliards de dirhams.

Graphique 1.15 : Cumul des importations (Variation par rapport à l'année passée)



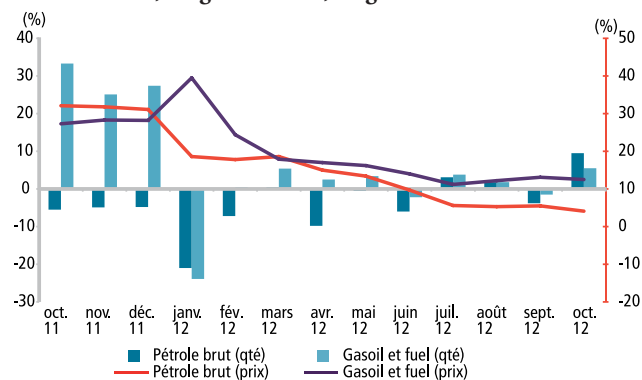
Source : OC

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 à la fois une dégradation de l'activité au niveau international, en particulier chez nos principaux pays partenaires, et un léger ralentissement de la demande intérieure, l'output gap non agricole se serait situé, selon les estimations de Bank Al-Maghrib, à des niveaux non significativement différents de zéro au cours des troisième et quatrième trimestres 2012. Parallèlement, les résultats de l'enquête mensuelle de la Banque du mois d'octobre 2012 montrent que quoiqu'en légère hausse, le taux d'utilisation des capacités de production global et celui hors raffinage demeurent légèrement inférieurs à leurs moyennes historiques, soit respectivement 72% et 70%. Dans le même temps, le taux de chômage a augmenté de 0,3 point de pourcentage par rapport à la même période de 2011, se situant à 9,4%, reflétant une progression du taux de chômage urbain de 0,5 point de pourcentage, à 14% et une stabilisation de celui en zone rurale, à 4,2%. Sur la même période, les données sur les salaires dans le secteur privé confirment la poursuite de leur hausse en termes nominal et réel. Au total, bien que les données fassent ressortir certaines tensions sur les coûts de production, particulièrement ceux relatifs aux prix des matières premières énergétiques, l'analyse de l'ensemble des facteurs ne laisse pas présager de pressions significatives sur les prix au cours des prochains trimestres.

2.1 Tensions sur les capacités de production¹

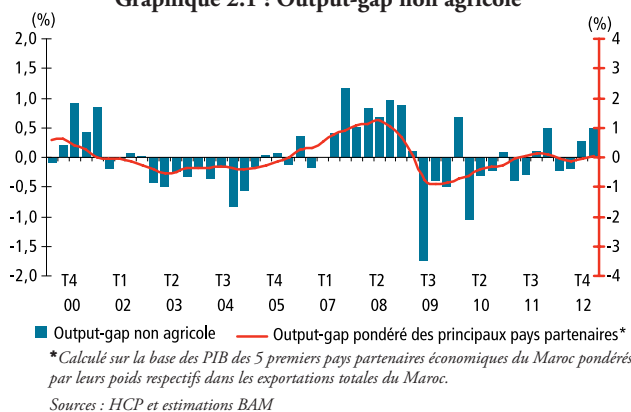
Selon les dernières estimations de Bank Al-Maghrib, l'output gap non agricole continue de fluctuer autour de zéro au cours des troisième et quatrième trimestres de cette année. Pour les prochains trimestres, la dégradation des perspectives de croissance au niveau international et plus particulièrement chez nos principaux partenaires, conjuguée au ralentissement de la demande intérieure, devraient atténuer les pressions de la demande globale sur les prix, déjà modérées (Graphique 2.1).

Pour sa part, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) est passé de 69% à 70% en octobre 2012, demeurant toutefois, légèrement inférieur à sa moyenne historique, tel qu'il ressort de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib.

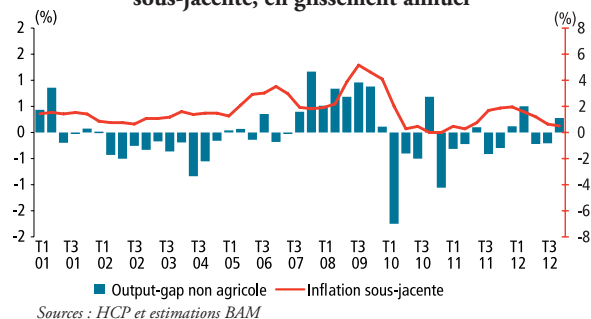
Cette évolution reflète une augmentation du TUC dans les industries chimiques et parachimiques, une stagnation dans les industries mécaniques et métallurgiques et celles électriques et électroniques ainsi qu'une baisse dans les autres branches (Graphique 2.3).

¹ 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.

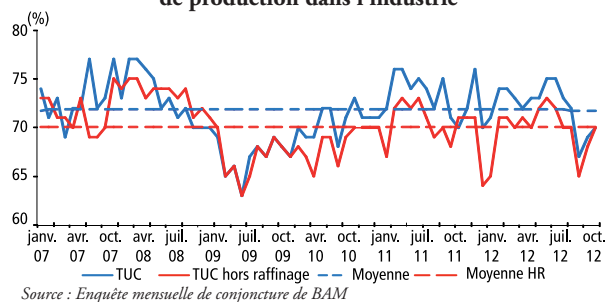
Graphique 2.1 : Output-gap non agricole



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



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



Au niveau des coûts pour les entreprises industrielles, les résultats de la même enquête révèlent une augmentation du coût unitaire de production au cours du troisième trimestre 2012, avec un solde d'opinion de 49%, en hausse de 44 points de pourcentage d'un trimestre à l'autre. Cette évolution est imputable, selon les industriels, au renchérissement des matières premières énergétiques, avec un solde d'opinion de 55%. Les coûts financiers et les coûts salariaux ont été identifiés comme étant les principaux facteurs de progression des coûts dans les industries mécaniques et métallurgiques et les industries du textile et du cuir, tandis que le renchérissement des prix des matières premières énergétiques a affecté en particulier les industries chimiques et parachimiques. Pour leur part, les coûts des matières premières non énergétiques ont constitué la principale source de l'augmentation des coûts dans les autres branches (Graphique 2.4).

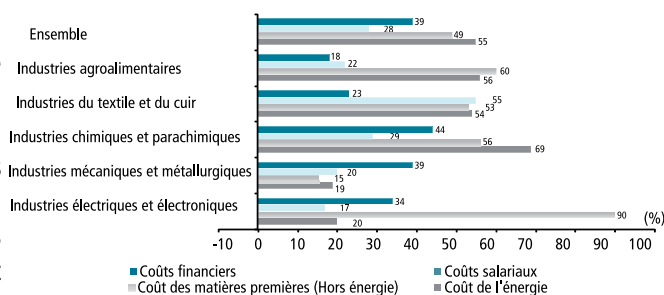
Concernant l'indice de la productivité apparente du travail¹ dans les activités non agricoles, il s'est établi à 129,3 points de pourcentage, en progression de 3,3% en glissement annuel au troisième trimestre contre seulement 1% au deuxième trimestre. Cette évolution est attribuable à la fois à un accroissement de 4,3% du PIB non agricole tel qu'estimé par BAM et à une baisse de 1,6% du taux d'emploi.

2.2 Tensions sur le marché du travail

Au terme du troisième trimestre 2012, la population active âgée de 15 ans et plus a connu un accroissement de 0,9% pour atteindre près de 11,7 millions de personnes, traduisant une hausse de 1,6% en milieu urbain et de 0,2% en zone rurale. Cette évolution s'est accompagnée par un repli du taux d'activité de 0,4 point de pourcentage à 48,7% (Tableau 2.1). Après la baisse de 0,6 point de pourcentage un trimestre auparavant, le taux de chômage a marqué une légère augmentation de 0,3 point en glissement

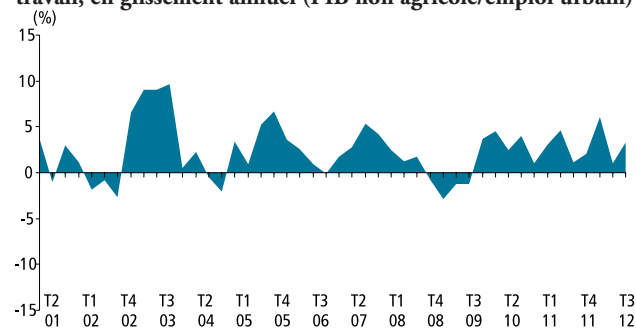
¹En l'absence de données plus précises, la productivité apparente du travail est mesurée par le rapport entre la production et l'effectif employé. Cet indicateur doit être interprété avec prudence, car il ne prend pas en compte l'efficacité avec laquelle la main-d'œuvre est utilisée dans la production.

Graphique 2.4 : Evolution des composantes du coût unitaire de production par secteur (soldes d'opinion en % au troisième 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⁽¹⁾

En millions/en %	T3 - 2011			T3 - 2012		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Population active et emploi						
Population active ⁽²⁾	6105	5436	11541	6202	5445	11647
Taux d'activité (en%) ⁽³⁾	43,3	57,8	49,1	43,1	57,4	48,7
Population active occupée	5280	5212	10492	5332	5216	10548
Taux d'emploi (en%) ⁽⁴⁾	37,4	55,4	44,6	37	55	44,1
Chômage						
Population active en chômage	825	224	1 049	870	229	1099
Taux de chômage (en%) ⁽⁵⁾	13,5	4,1	9,1	14	4,2	9,4
Selon l'âge						
. 15 - 24 ans	32,4	8,9	18,2	35,2	9,6	20,2
. 25 - 34 ans	19,2	5	13,2	20,4	4,5	13,7
. 35 - 44 ans	8,1	1,7	5,5	7,1	2,3	5,1
Selon le diplôme						
. Sans diplôme	6,7	2,6	4,1	7,1	2,4	4,1
. Ayant un diplôme	18,4	11,3	16,9	18,8	11,5	17,2

(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

annuel, pour se situer à 9,4%. Le chômage urbain s'est établi, pour sa part, à 14% au lieu de 13,5%, tandis que celui rural s'est stabilisé à 4,2%. Par tranche d'âge, le taux de chômage des jeunes âgés de 15 ans à 24 ans est passé de 18,2% à 20,2%, soit la hausse la plus importante comparativement à celle enregistrée par les autres tranches (Tableau 2.1).

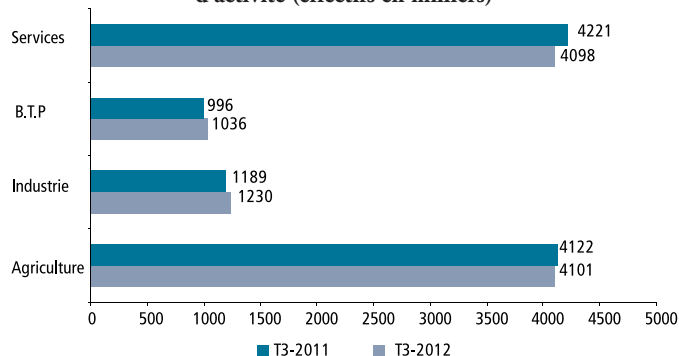
La part occupée de cette population a augmenté de 0,5% à 10,5 millions d'individus au troisième trimestre 2012 contre un accroissement de 1,1% un trimestre auparavant. Pour sa part, le taux d'emploi est revenu de 44,6% à 44,1%, recouvrant une baisse de 0,4 point aussi bien en milieu urbain que rural (Tableau 2.1).

Sur le marché de l'emploi, le troisième trimestre a été caractérisé par une création nette de seulement 56.000 postes d'emplois contre 112.000 postes le trimestre précédent, résultant d'une création de 95.000 postes rémunérés et d'une perte de 39.000 postes non rémunérés. Au niveau sectoriel, les activités agricoles et de services, ont été les seuls pourvoyeurs d'emplois pour un total de 143.000 postes, avec des parts respectives de 13% et 87%. En revanche, le secteur de l'industrie et celui du BTP ont accusé une perte de 81.000 postes (Graphique 2.6).

S'agissant des dernières données disponibles sur les coûts salariaux, elles indiquent une augmentation de 1,6% en glissement annuel du coût unitaire du travail¹ (CUT). En comparaison internationale, la progression du CUT national a dépassé celle de l'Espagne, de la Slovaquie et l'Italie, soit respectivement un écart de 2,1%, de 1,6% et de 0,1%. Il a, en revanche, évolué moins rapidement qu'en France, en Allemagne, en Belgique et au Royaume-Uni (Graphique 2.7).

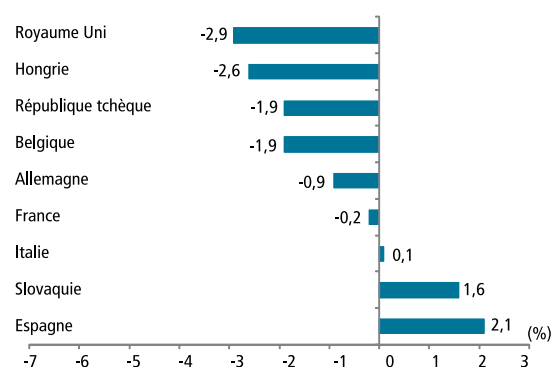
Parallèlement, l'indice des salaires moyens trimestriels basé sur les données de la CNSS, a connu, en glissement annuel, une hausse de 5,2% en termes nominaux et de 3,9% en termes réels au troisième trimestre. Cette évolution

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



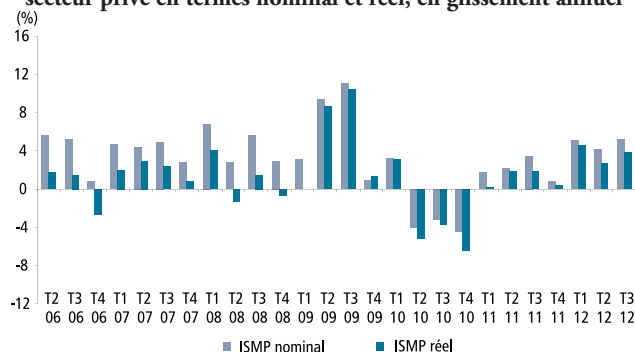
Source : HCP

Graphique 2.7 : Augmentation des coûts unitaires de la main d'oeuvre du secteur manufacturier marocain par rapport à d'autres pays, 2011 T2-2012 T2



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



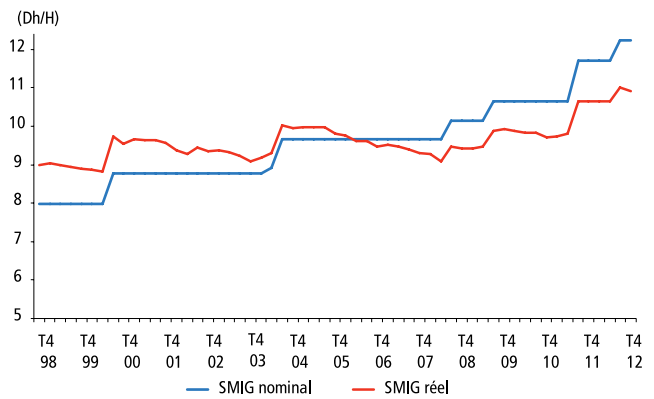
Sources : CNSS et estimations BAM

¹ Le CUT dans le secteur manufacturier est remplacé à partir de septembre 2012 par le CUT global, plus pertinent pour l'évaluation des coûts salariaux au niveau national.

est confirmée par les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM du mois de septembre qui indiquent une augmentation des salaires avec un solde d'opinion de 28%.

S'agissant du SMIG horaire, il a progressé de 5% en termes nominaux, s'établissant à 12,24 Dh au cours du troisième trimestre, et de 3% en termes réels.

Graphique 2.9 : SMIG en termes nominal et réel



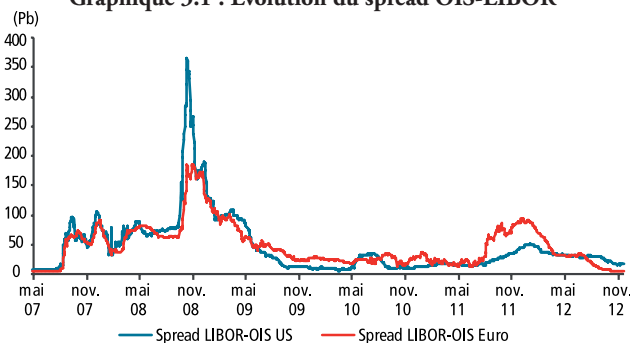
3. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL ET PRIX À L'IMPORTATION

La conjoncture internationale a été marquée au deuxième semestre 2012 par la poursuite de la dégradation de l'activité économique et de ses perspectives, notamment dans la zone euro, ainsi que par une légère remontée en fin d'année des tensions sur les marchés financiers, en relation principalement avec la persistance des difficultés liées à la crise de la dette souveraine. En effet, les conditions financières ont connu ces derniers mois une recrudescence des tensions comme en témoigne la baisse des principaux indices boursiers et surtout la hausse des taux obligataires, notamment ceux des pays périphériques de la zone euro. Cette évolution s'explique essentiellement par le manque de visibilité quant à la mise en œuvre des dispositifs de soutien pour la Grèce et l'Espagne, et les risques liés à un éventuel désaccord aux Etats-Unis sur le « mur budgétaire ». Au niveau de la sphère réelle, les données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre 2012 indiquent la poursuite de la détérioration de l'activité, à l'exception des Etats-Unis où la croissance est ressortie en hausse. La croissance dans la zone euro s'est contractée pour le deuxième trimestre consécutif, reflétant notamment le repli de l'activité constaté au niveau des principaux pays touchés par la crise de la dette souveraine. S'agissant des perspectives à court terme, après les révisions à la baisse de la croissance par le FMI en octobre 2012 (RPM de septembre 2012), l'OCDE et la Commission Européenne ont également revu en novembre à la baisse leurs projections. En effet, les perspectives de l'OCDE de novembre 2012, au même titre que celles de la Commission Européenne, montrent que la croissance mondiale resterait faible en 2012, avant de revenir à des niveaux modérés en 2013. En outre, les taux de chômage dans les économies avancées, en particulier dans les pays périphériques de la zone euro, devraient se maintenir globalement à des niveaux élevés, reflétant la persistance des incertitudes quant à la durabilité de la récession. Par ailleurs, l'atténuation des risques entourant l'offre du pétrole en provenance du Moyen-Orient et la baisse de la demande mondiale suite à l'affaiblissement des perspectives économiques, ont induit au mois de novembre 2012 un léger repli du cours du pétrole Brent ainsi que des prix des produits agricoles et de ceux des métaux de base, ce qui a relativement contribué à la modération des pressions inflationnistes au plan mondial. Concernant la politique monétaire, les banques centrales dans les principaux pays avancés ont maintenu inchangés leurs taux directeurs à des niveaux bas. Globalement, l'ensemble de ces éléments laissent entrevoir l'absence de pressions inflationnistes significatives d'origine externe au cours des prochains trimestres.

3.1 Conditions financières et activité économique dans le monde

Après une période d'accalmie, les marchés financiers ont commencé à montrer quelques signes de tensions en octobre et novembre, notamment sur les compartiments obligataires et boursiers. Ceci s'explique essentiellement par les incertitudes liées à la mise en œuvre par la zone euro des dispositifs de soutien pour la Grèce et l'Espagne, et la crainte quant à un éventuel désaccord aux Etats-Unis sur le « mur budgétaire » avant l'échéance du 31 décembre 2012. De leur côté, les indicateurs les plus récents de la conjoncture économique témoignent d'un ralentissement de l'activité aussi bien dans les pays avancés que dans les pays émergents et en développement.

Graphique 3.1 : Evolution du spread OIS-LIBOR*



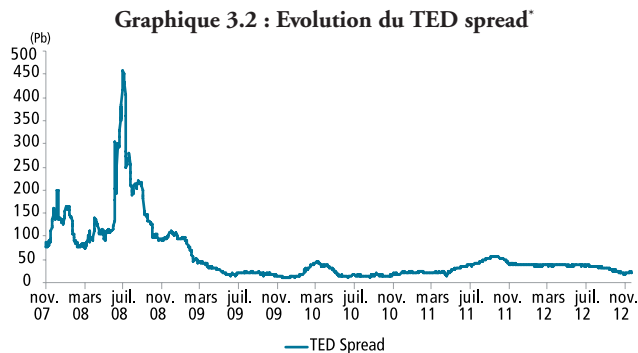
* « Le spread OIS-LIBOR traduit un risque de taux et correspond à l'écart entre le taux interbancaire à trois mois (LIBOR Eurodollar) et le taux des swaps au jour le jour indiciels (OIS) de même échéance. »
Source : Datastream

3.1.1 Conditions financières

Sur les marchés obligataires, les taux de rendement des pays périphériques de la zone euro ont généralement enregistré de légères hausses, tandis que le reste des taux s'est stabilisé ou diminué. En effet, les taux de rendement à 10 ans des pays périphériques ont marqué des progressions, entre octobre et novembre 2012, passant de 8% à 8,5% pour le Portugal et de 5,6% à 5,8% pour l'Espagne, tandis que ceux de la Grèce ont reculé, revenant de 17,9% à 17,7%. Pour leur part, les obligations à 10 ans de l'Allemagne se sont repliées à 1,3% en novembre au lieu de 1,4% le mois précédent, alors que ceux de la France ont stagné à 2,1%. Les obligations françaises n'ont pas été, toutefois, impactées par l'abaissement de la notation souveraine par l'agence Moody's (Encadré 3.1). Le taux de rendement des bons du Trésor américains a, quant à lui, légèrement reculé s'établissant à 1,6% en novembre au lieu de 1,7%, un mois auparavant.

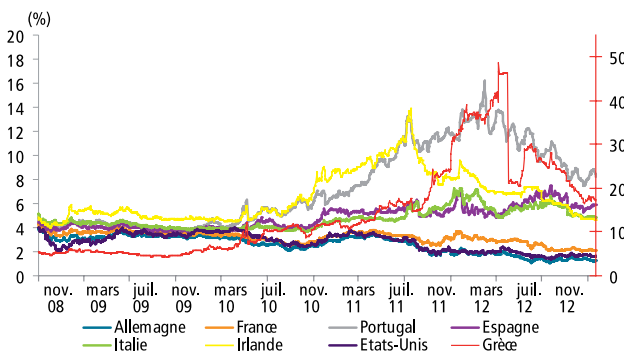
Concernant les marchés boursiers, hormis le NIKKEI 225, les principaux indices des économies avancées sont ressortis en baisse. En effet, des diminutions allant de 0,2% à 3,7% ont été enregistrées, entre octobre et novembre 2012, pour le CAC40 et le Dow Jones Industrials respectivement. En outre, les marchés américains ont été plus volatils par rapport au mois précédent, comme en atteste le VIX qui s'est accru pour atteindre 17,2 points de base en novembre au lieu de 16,4 points. Par contre, le VSTOXX a poursuivi sa diminution, s'établissant à 21,4 points de base au lieu de 21,8 points. De même, les indices boursiers des économies émergentes se sont inscrits en repli en novembre, le MSCI EM ayant accusé un recul de 1%, en glissement mensuel.

Par ailleurs, les indicateurs des marchés monétaires, ont en majorité poursuivi leur amélioration. Ainsi, l'Euribor et le Libor à 3 mois se sont établis respectivement à 0,19% et 0,31% en novembre, contre 0,21% et 0,33% le mois précédent. Pour sa part, le spread Libor-



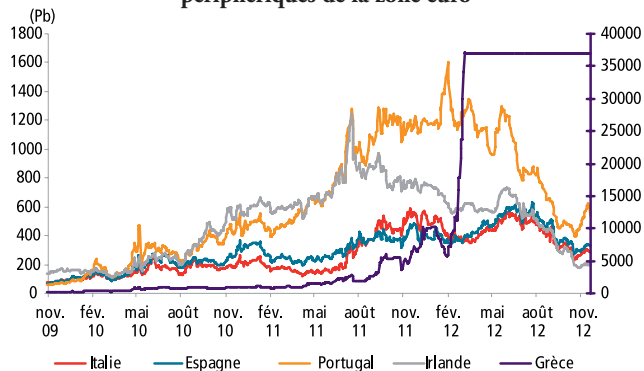
* Le TED spread représente un risque de crédit et correspond à l'écart de taux d'intérêt entre les titres courts émis par le Trésor américain (trois mois) et les prêts interbancaires à 90 jours en dollars américains.
Source : Datastream

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

Encadré 3.1 : Dégradation de la notation de la dette souveraine française par l'agence Moody's

Le mardi 20 novembre, l'agence Moody's a dégradé d'un cran la notation de la France, de AAA à AA1, assortie d'une perspective négative. Cette dégradation survient après celle de Standard and Poor's, le 13 janvier 2012, qui avait abaissé d'un cran la notation de la France, de AAA à AA+. Moody's a également procédé à l'abaissement de la note de plusieurs organismes publics français, dont la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) et la Régie autonome des transports parisiens (RATP).

L'agence a expliqué cet ajustement à la baisse principalement par les problèmes structurels dont souffre l'économie française. Il s'agit essentiellement de la perte de compétitivité ainsi que les rigidités qui caractérisent le marché du travail et celui des biens et des services. L'agence a noté l'évolution incertaine de la situation budgétaire de la France, en liaison avec la détérioration des perspectives économiques, tant à court terme (modération de la demande intérieure et extérieure), qu'à plus long terme (les rigidités structurelles indiquées précédemment). La décision a été également justifiée par la forte exposition de l'économie française à la détérioration des conditions économiques et financières des pays périphériques européens. En effet, selon l'agence, une nouvelle aggravation de la crise de la dette en zone euro et une récession accrue dans ces pays auraient des conséquences négatives importantes sur la croissance et les finances publiques en France.

Cependant, l'agence a rappelé que ce pays reste parmi les mieux notés de la zone euro, en raison d'un certain nombre de points positifs dont il bénéficie, à savoir : l'engagement du gouvernement à réduire les déficits publics et à mettre en place des réformes structurelles; la qualité et la diversification de son tissu économique et l'annonce récente du « Pacte national pour la croissance, la compétitivité et l'emploi ».

Toutefois, l'abaissement de la note de la France ne s'est pas traduit par une remontée significative des taux longs français. En effet, après l'annonce de la décision, les taux de rendement à 10 ans sont restés inchangés ; seul l'euro a marqué une légère dépréciation. Ceci s'explique par l'intégration dans les anticipations des marchés financiers de ces faiblesses structurelles.

Tableau E 3.1.1 : La notation souveraine de la France par Moody's

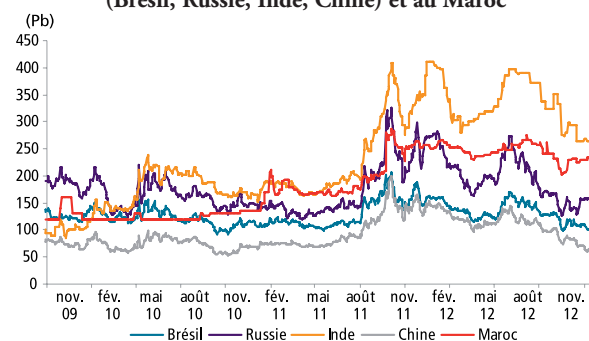
Moody's - Crédit souverain - France	Avant	Après
Crédit à long terme en devise	AAA	AA1
Crédit à long terme en monnaie locale	AAA	AA1
Dette à long terme non garantie en devise	AAA	AA1
Dette à long terme non garantie en monnaie locale	AAA	AA1
Perspective	Négative	Négative

Source : Moody's

OIS dollar a diminué, d'octobre à novembre 2012, revenant de 18,6 points de base à 16,3 points, tandis que le même spread en euro a légèrement augmenté pour s'établir à 5,4 points au lieu de 5,2 points.

Pour sa part, la croissance du crédit a connu un ralentissement aux Etats-Unis, passant de 5,9% à 5,4%, entre septembre et octobre 2012, alors que dans la zone euro, elle a accusé une nouvelle baisse de 0,8%, entre août et septembre 2012.

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



Source : Datastream

Sur les marchés de change internationaux, la valeur de l'euro a stagné par rapport à la plupart des autres devises. Ainsi, la monnaie unique s'est échangée à 1,3 dollar en novembre, soit le même niveau que le mois précédent. De même, l'euro a stagné à 0,8 livre sterling, tandis qu'il s'est légèrement apprécié de 0,2% vis-à-vis du yen japonais.

Concernant les décisions de politique monétaire, lors de leurs réunions de novembre 2012, la BCE et la Banque d'Angleterre ont maintenu leur taux directeurs inchangés à respectivement 0,75% et 0,5% alors que la FED devrait maintenir, comme décidé lors de sa précédente réunion de septembre 2012, son taux directeur à un niveau très bas au moins jusqu'à 2015, actuellement compris dans une fourchette de 0% à 0,25%.

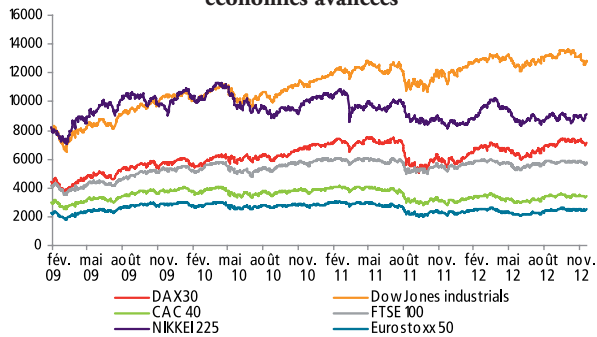
En cette fin d'année 2012, les évolutions sur les marchés financiers internationaux, resteront tributaires de l'issue des discussions, entre les pays de la zone euro, le FMI et la BCE, sur le versement d'une nouvelle tranche d'aide à la Grèce. Elles seront également marquées par la gestion par le Gouvernement américain du «mur budgétaire», dont l'échéance est le 31 décembre 2012.

3.1.2 Activité économique dans le monde

Les derniers chiffres des comptes nationaux aux Etats-Unis relatifs au troisième trimestre 2012 indiquent une accélération de la croissance à 2,5% en glissement annuel, après 2,1% au trimestre précédent. Cette évolution est principalement liée à la reprise de la consommation des ménages et des dépenses publiques.

Dans la zone euro, le PIB a poursuivi sa contraction pour le deuxième trimestre consécutif, se repliant ainsi de 0,6% en glissement annuel au troisième trimestre, après une baisse de 0,5% le trimestre précédent, une récession causée principalement par celle des pays périphériques de la zone. Au niveau des principaux pays partenaires du Maroc, la

Graphique 3.6 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



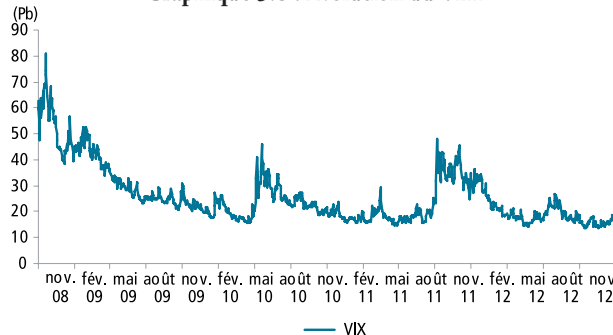
Source : Datastream

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



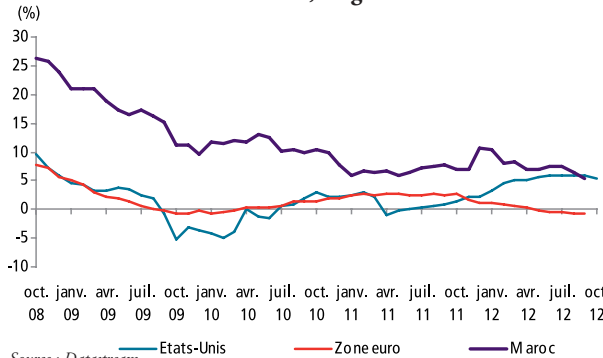
Source : Datastream

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

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



Source : Datastream

croissance en France s'est maintenue à 0,1% au troisième trimestre, alors qu'elle a ralenti en Allemagne de 1% à 0,9% en glissement annuel. En Espagne et en Italie, le PIB s'est contracté de 1,6% et de 2,4% respectivement, après 1,5% et 2,4% le trimestre précédent. Par ailleurs, le PIB au Royaume-Uni a stagné au troisième trimestre en glissement annuel, après une contraction de 0,5% un trimestre auparavant.

Concernant le Japon, le PIB ne s'est accru, au troisième trimestre, que de 0,2% en glissement annuel, après une hausse de 3,4% au trimestre précédent, pénalisé principalement au niveau des exportations par la détérioration de la conjoncture en Chine et en Europe.

Au niveau des pays émergents d'Asie, les dernières données des comptes nationaux demeurent celles du deuxième trimestre 2012, à l'exception de la Chine dont la croissance est revenue de 7,6% à 7,4% au troisième trimestre, soit son plus bas niveau depuis le premier trimestre de 2009.

Pour leur part, les indicateurs à haute fréquence témoignent également de la poursuite de la dégradation de la conjoncture internationale, en particulier dans la zone euro. Aux Etats-Unis, l'indice de confiance du consommateur (Conference Board) a enregistré une légère hausse de 0,6%, d'un mois à l'autre en septembre, marquant ainsi une augmentation de 2,9% en glissement annuel. Quant à l'indice ISM manufacturier, il ne s'est accru que de 0,4% d'un mois à l'autre en octobre, demeurant en repli de 0,2% en glissement annuel.

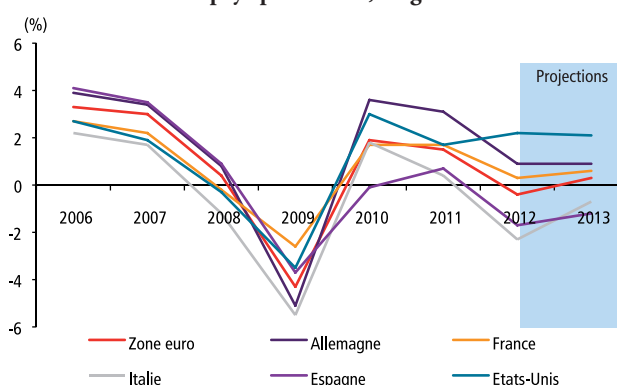
Dans la zone euro, l'indice PMI composite s'est établi à 45,8 points de base en novembre, presque inchangé d'un mois à l'autre, et reste en baisse de 2,6% en glissement annuel. En parallèle, l'indice PMI manufacturier s'est accru de 2% en variation mensuelle, contre une baisse de 0,4% en glissement annuel. Pour sa part, l'indice du climat des affaires en Allemagne (IFO) a progressé en novembre de 1,4% en glissement mensuel, soit une baisse annuelle

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

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

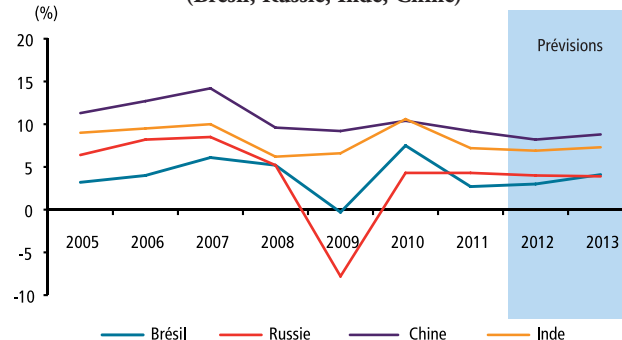
Source : Eurostat

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



Source : FMI

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



Source : FMI

de 5,1%, alors que l'indice Zew du sentiment économique s'est établi à -15,7 points après -11,5 points en octobre.

Au même titre que les perspectives du FMI d'octobre 2012 (RPM de septembre 2012), les récentes prévisions de la Commission Européenne et de l'OCDE, datant de novembre 2012, font ressortir une révision à la baisse de la croissance mondiale avec un retour à une croissance modérée en 2013. Ces révisions sont principalement dues à la dégradation de la conjoncture dans la zone euro et aux incertitudes liées à la situation budgétaire aux Etats-Unis.

En effet, selon la Commission Européenne, la croissance mondiale s'établirait à 3,3% en 2013 après 3,1% en 2012. Dans les économies avancées, la Commission table sur une progression de l'ordre de 1,2% en 2012 et 1,4% en 2013. Tandis que pour les pays émergents et en développement, la croissance a été révisée à la baisse à 5% et 5,3% respectivement en 2012 et 2013, après 5,5% et 5,7% prévus précédemment. Par pays, les prévisions de la croissance aux Etats-Unis sont revues à la hausse à 2,1% et 2,3% respectivement en 2012 et 2013, alors que dans la zone euro, la prévision a été révisée à la baisse à -0,4% en 2012 et 0,1% en 2013. S'agissant des pays partenaires du Maroc, la commission prévoit une hausse du PIB de 0,8% en Allemagne en 2012 et 2013, alors qu'en France elle s'établirait à 0,2% et 0,4%. En Italie et en Espagne, le PIB devrait se contracter respectivement de 2,3% et 1,4% en 2012, et de 0,5% et 1,4% en 2013 (voir tableau 3.2).

Selon les prévisions de l'OCDE, le PIB aux Etats-Unis s'accroîtrait de 2,2% et 2% respectivement en 2012 et 2013, alors qu'en zone euro, il devrait se contracter de 0,4% et 0,1%, sur la même période. Pour les pays partenaires, les prévisions tablent sur 0,9% et 0,6% en Allemagne, 0,2% et 0,3% en France, -2,2% et -1% en Italie, -1,3% et -1,4% en Espagne, et -0,1% et 0,9% au Royaume-Uni, respectivement en 2012 et 2013.

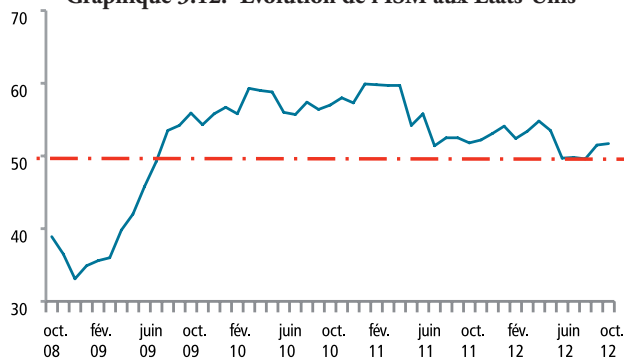
Tableau 3.2 : Perspectives de la croissance dans le monde

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

* FMI Octobre 2012, Commission Européenne et OCDE novembre 2012

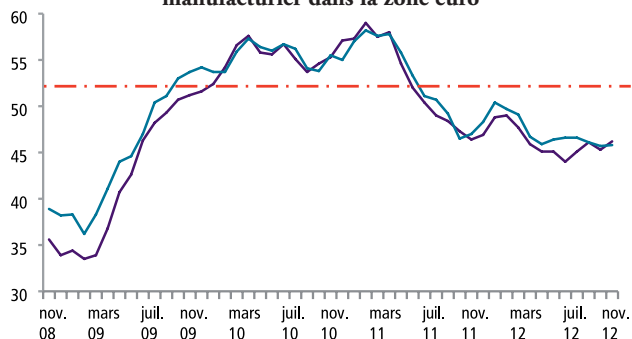
Sources : Fonds monétaire international, Commission Européenne et OCDE

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



Source : Datastream

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



Source : Datastream

3.1.3 Marché de l'emploi

Sur le marché de l'emploi des pays avancés, les dernières données indiquent la persistance de niveaux élevés de chômage, avec toutefois des évolutions différenciées d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, le taux de chômage s'est légèrement accru en octobre passant de 7,8% à 7,9%. Dans la zone euro et les pays partenaires, la tendance globale est à la hausse, à l'exception notable de l'Allemagne où il s'est maintenu à un niveau faible par rapport aux autres pays de la zone. Ainsi, le taux de chômage a augmenté dans la zone euro, passant de 11,6% en septembre à 11,7% en octobre. Dans les pays partenaires, le taux de chômage a connu une hausse de 25,8% à 26,2% en Espagne et de 10,8% à 11,1% en Italie, alors que ceux de la France et de l'Allemagne ont demeuré inchangés à 10,7% et à 5,4% respectivement d'un mois à l'autre.

S'agissant des prévisions des taux de chômage dans les pays avancés, à l'exception des États-Unis, les dernières projections d'octobre du FMI, tablent sur des évolutions globalement à la hausse en 2012 et 2013. Ainsi, le taux de chômage atteindrait aux États-Unis 8,2% en 2012 et ralentirait à 8,1% en 2013, tandis que dans la zone euro, il augmenterait à 11,2% en 2012 et à 11,4% en 2013. Dans les pays partenaires, le taux de chômage en Allemagne, baisserait à 5,2% en 2012 et augmenterait à 5,3% en 2013. En France, il s'établirait à 10,1% et 10,5%, respectivement, en 2012 et 2013 et à 10,6% et 11,1% en Italie. Quant au marché de l'emploi en Espagne, il ne devrait pas connaître d'amélioration à court terme, avec un taux de chômage qui devrait rester aux alentours de 25% en 2012 et 2013.

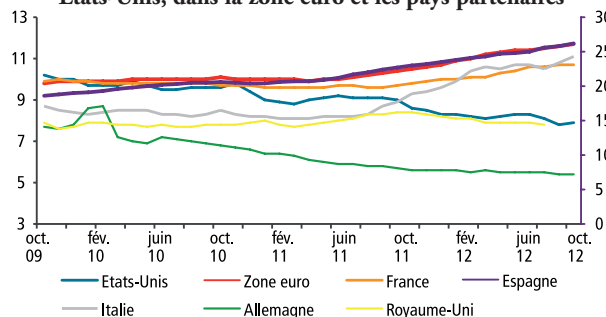
En ce qui concerne les projections de novembre 2012 de la Commission européenne et de l'OCDE, elles restent globalement en ligne avec celles du FMI. Elles prévoient pour les États-Unis un taux de chômage de respectivement 8,2% et 8,1% en 2012 et de 7,9% et 7,8% en 2013. Pour la zone euro, la Commission européenne

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

	2010	2011	août 2012	sept. 2012	oct. 2012
Etats-Unis	9,6	9,0	8,1	7,8	7,9
Zone euro	10,1	10,2	11,5	11,6	11,7
France	9,1	9,6	10,6	10,7	10,7
Italie	8,4	8,4	10,5	10,8	11,1
Allemagne	7,1	6,0	5,5	5,4	5,4
Espagne	20,1	21,7	25,6	25,8	26,2
Royaume-Uni	7,8	8,0	7,8	7,8	N.D

Source : Eurostat

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



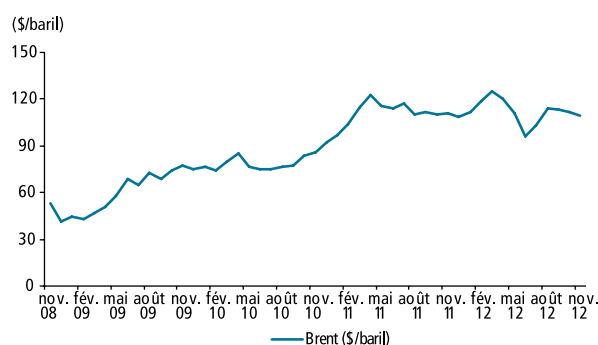
Source : Eurostat

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

	FMI		OCDE		Commission européenne	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Etats-Unis	8,1	8,2	8,1	7,8	8,2	7,9
Zone euro	11,2	11,4	11,1	11,9	11,3	11,8
Allemagne	5,2	5,3	5,3	5,5	5,5	5,6
France	10,1	10,5	9,9	10,7	10,2	10,7
Italie	10,6	11,1	10,6	11,4	10,6	11,5
Espagne	24,9	25,1	25	26,9	25,1	26,6
Royaume-Uni	8,3	8,3	8,0	8,3	7,9	8,0

Source : FMI octobre 2012, OCDE, Commission européenne novembre 2012

Graphique 3.15 : Cours mondial du Brent en dollars



Source : Datastream

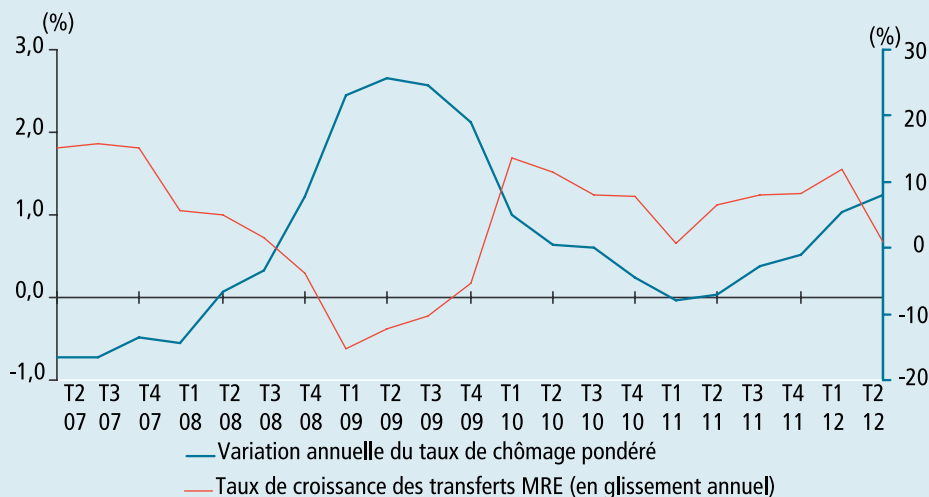
Encadré 3.2 : Evolution et impact des conditions du marché du travail dans les pays partenaires

Les conditions sur le marché du travail n'ont pas cessé de se détériorer dans les principaux pays avancés et se sont nettement dégradées pendant l'actuelle crise de la dette souveraine, en particulier chez les principaux partenaires du Maroc. Le taux de chômage dans la zone euro est resté supérieur à 11% au troisième trimestre de 2012, soit son plus haut niveau depuis une décennie. Dans les pays partenaires, notamment en France et en Italie, le taux de chômage demeure supérieur à 10% sur la même période, tandis qu'en Espagne, il a dépassé 25%.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de la hausse du niveau de chômage dans les pays partenaires, dont notamment la récession économique et la persistance de la rigidité des marchés du travail dans ces pays. Dans ce cadre, les autorités ont entrepris plusieurs mesures pour atténuer les tensions sur ce marché et favoriser la création d'emplois. En effet, elles ont mis en place des politiques actives d'emploi et des réformes fiscales visant à réduire les prélèvements sur le travail et les orienter vers d'autres secteurs plus vulnérables. En outre, elles ont procédé à l'abaissement du salaire minimum et à la réduction des cotisations patronales dans les entreprises.

Compte tenu de la forte concentration des MRE dans ces pays, le Maroc est considérablement impacté par la situation de leurs marchés du travail. En effet, suite à la hausse du chômage durant la crise de 2008, les transferts des MRE avaient baissé de 3,5% en 2008 et de 5,3% en 2009. Après un redressement de 8,3% et de 7,8% respectivement en 2010 et 2011, l'impact de la crise de la dette souveraine a commencé à être ressenti à partir du premier semestre de 2012, principalement au niveau des transferts en provenance de l'Espagne et l'Italie. Ces constats sont appuyés par la forte corrélation négative identifiée entre la variation des transferts des MRE d'une année à l'autre et celle des taux de chômage des principaux pays de résidence des MRE, à savoir la France, l'Espagne et l'Italie (Graphique E3.2.1). De même, les résultats des tests de causalité confirment l'impact empiriquement significatif du taux de chômage dans les pays de résidence sur les transferts des MRE.

Graphique E3.2.1 : Transferts des MRE et taux de chômage pondéré des principaux partenaires



Source : Office des changes et Eurostat

table sur des taux de chômage de 11,3% et 11,8% respectivement en 2012 et 2013, et l'OCDE sur des taux de 11,1% et 11,9%. En ce qui concerne les pays partenaires, notamment pour l'Allemagne, les deux organismes tablent sur des taux de chômage respectifs de 5,5% et 5,6% en 2012 et 2013. Pour la France, la Commission prévoit un taux de chômage de 10,2% et 10,7%, alors que l'OCDE prévoit 9,9% et 10,7% respectivement sur la même période. Pour l'Espagne, la Commission européenne et l'OCDE prévoient un taux de chômage autour de 25% en 2012 et un taux de 26,6% et 26,9%, respectivement, en 2013.

3.2 Prix des matières premières et l'inflation

La baisse de la demande mondiale suite au ralentissement économique observé, a induit un certain repli des prix des matières premières en novembre. Quant à l'inflation mondiale, elle a marqué un léger recul, qui recouvre des évolutions divergentes entre pays et régions.

3.2.1 Prix des matières premières énergétiques

La détérioration des perspectives économiques, conjuguée à l'atténuation des risques sur l'offre en provenance du Moyen-Orient ont contribué à la baisse du prix du pétrole Brent en novembre. Ainsi, le prix moyen mensuel s'est établi à 109,3 dollars le baril, soit une diminution de 2,3% d'un mois à l'autre et de 1,7% en glissement annuel. Au niveau des prévisions du prix du pétrole, le FMI, dans son dernier rapport datant d'octobre, a revu à la hausse ses estimations à 106,2 dollars le baril en 2012 et à 105,1 dollars le baril pour 2013, soit des ajustements à la hausse de l'ordre de 4,2% pour 2012 et de 6,5% pour 2013.

Malgré les incertitudes qui continuent de peser sur l'activité mondiale, l'OPEP prévoit une légère augmentation de la demande mondiale de brut de près de 0,8 million de barils par jour (mbj) dans son rapport mensuel de novembre, qui devrait atteindre 89,57 mbj en 2013 contre

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

	T4:12	T1:13	T2:13	T3:13	2013	2014	2015
Pétrole	110,74	109,63	108,27	106,94	107,64	103,03	98,93

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)

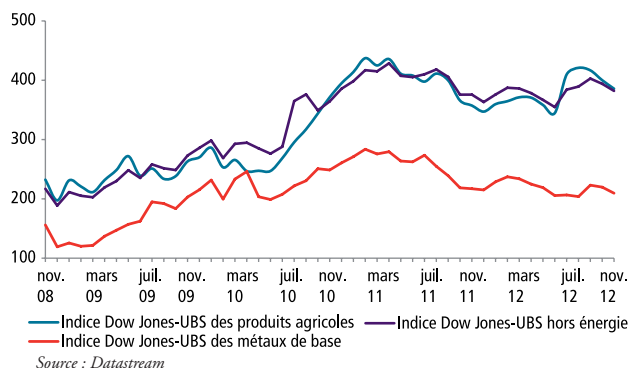


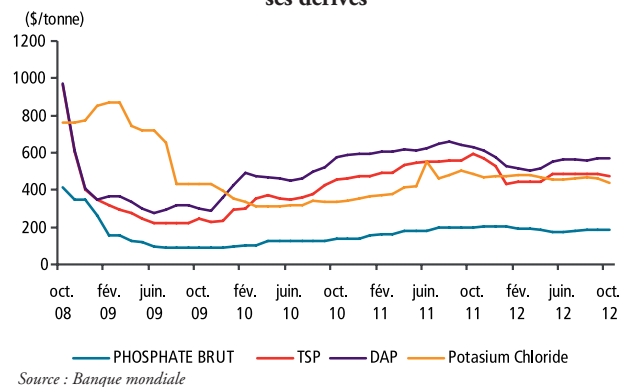
Tableau 3.6 : Futures des prix du blé du maïs et du sucre

	T1:13	T2:13	T3:13	2013	2014	2015
Blé (cents/bu)	862,60	861,10	861,00	863,50	844,90	810,40
Maïs (cents/bu)	749,20	742,10	655,30	693,00	620,60	590,00
Sucre (11cents/bl)	19,15	19,19	19,44	19,43	19,86	19,96

Données arrêtées au 12 septembre 2012

Source : Bloomberg

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



89,60 mbj prévus auparavant. Parallèlement, l'AIE a révisé à la baisse ses prévisions, en raison principalement de l'affaiblissement des perspectives économiques, elle table désormais sur une consommation de pétrole de 89,6 mbj en 2012 et de 90,4 mbj en 2013, soit respectivement 80.000 et 70.000 barils de moins que ce qui a été prévu en octobre.

Par ailleurs, le prix du charbon a accusé un net recul de 7,4% en octobre en variation mensuelle et de près de 30% en glissement annuel et ce, en raison du recul de la demande mondiale. Pour sa part, le prix du gaz naturel a enregistré une hausse de 4,5% d'un mois à l'autre, tout en demeurant légèrement supérieur de 1,4% au niveau enregistré en octobre 2011.

3.2.2 Prix des matières premières hors énergie

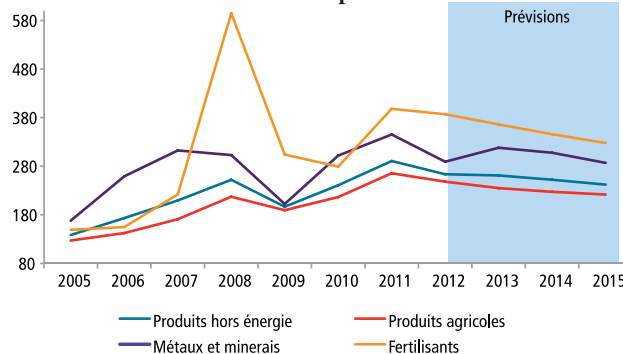
Bien qu'il demeure supérieur de 1,7% à son niveau de novembre 2011, l'indice Dow Jones UBS des prix des produits hors énergie est ressorti en baisse de 3% d'un mois à l'autre, reflétant ainsi le recul de l'indice des prix des métaux de base de 4,7% en variation mensuelle et de 3,5% en glissement annuel. Cette évolution est principalement liée au ralentissement de l'économie mondiale et aux inquiétudes quant à la croissance américaine et chinoise. Par produit, les prix du nickel, du cuivre et de l'étain se sont repliés, d'un mois à l'autre, à des rythmes respectifs de 6,1%, 4,9% et 3,6%.

Dans le même contexte, les prix des produits agricoles se sont inscrits en baisse en novembre, comme en témoigne la diminution de 3,6%, d'un mois à l'autre, de l'indice y relatif et ce, en liaison avec la faiblesse des importations mondiales. Ils ont, toutefois, enregistré une nette hausse de près de 8% d'une année à l'autre. Par produit, les prix du café, du soja et du sucre ont connu des baisses respectives de 6,8%, 5% et 4,3%, d'un mois à l'autre.

Sur le marché du phosphate et dérivés, les cours ont affiché des évolutions mensuelles

divergentes selon les produits, entre septembre et octobre 2012. Après une stagnation à 485 dollars la tonne durant cinq mois consécutifs, le prix du TSP a accusé une baisse de l'ordre de 2,3% en octobre. De même, le prix du Chlorure de Potassium s'est replié de 5,2% en variation mensuelle, tandis que celui de l'Urée s'est renchéri de près de 3%. Pour leur part, les cours du DAP et du Phosphate brut sont restés inchangés à, respectivement, 573 et 185 dollars la tonne, d'un mois à l'autre. En glissement annuel, les cours ont accusé des baisses de 20% pour le TSP, 15,7% pour l'Urée, 9,6% pour le Chlorure de Potassium, 9,2% pour le DAP et 6,9% pour le Phosphate brut.

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



Source : Banque mondiale

3.2.3 Inflation dans le monde

Les données les plus récentes montrent que l'inflation n'a pas enregistré des variations significatives entre septembre et octobre, avec une légère baisse au niveau mondial de 3,4% à 3,3% et une légère hausse de 1,8% à 1,9% dans les pays avancés. L'inflation est ainsi passée à 2,2% aux Etats-Unis, au lieu de 2% le mois précédent, tandis que l'estimation de l'Office statistique de l'Union européenne prévoit un léger recul dans la zone euro à 2,5% contre 2,6% en septembre. S'agissant des principaux pays partenaires, l'inflation a connu une stagnation en Allemagne et en Espagne à 2,1% et 3,5% respectivement, tandis qu'elle a enregistré une légère baisse à 2,1% au lieu de 2,2% en septembre. En revanche, elle s'est inscrite en hausse en Italie et au Royaume-Uni pour s'établir à 3,8% et 2,7%, respectivement, au lieu de 3,4% et 2,2% un mois auparavant. Pour ce qui est des pays émergents, l'inflation en Chine a enregistré un recul à 1,7% en octobre, au lieu de 1,9% le mois précédent, alors qu'elle a légèrement augmenté au Brésil passant de 5,3% à 5,4%.

S'agissant des perspectives économiques mondiales, le FMI a tablé en octobre sur une modération de l'inflation dans les pays avancés en 2012 et en 2013. Elle devrait, en effet, s'établir à 1,4% en 2012 et 1,3% en 2013. Pour leur part, les pays émergents et en développement enregistreraient, selon le FMI, une inflation qui atteindrait 6,1% en 2012 et 5,8% en 2013.

3.3 Indice des valeurs unitaires à l'importation du Maroc

L'indice des prix à l'importation (IPM) hors énergie a enregistré en octobre 2012 une hausse de 1,1%, proche de celle enregistrée en septembre. Ainsi, l'IPM des demi-produits a augmenté de 4,2%, contre 9,9% un mois auparavant, en liaison notamment avec la progression de 13,6% du prix unitaire moyen à l'import des fils et barres.

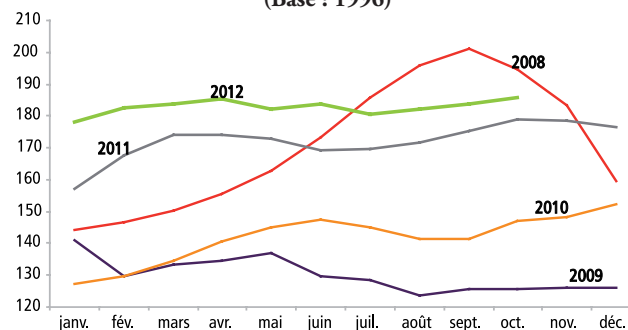
Tableau 3.7 : Evolution récente de l'inflation dans le monde, en glissement annuel

	oct.	août	sept.	oct.	Prévisions	
	2011	2012	2012	2012	2012	2013
Etats-Unis	3,5	1,7	2,0	2,2	2,1	2,0
Zone euro	3,0	2,6	2,6	2,5 ^(P)	2,5	1,8
Allemagne	2,9	2,2	2,1	2,1	2,1	1,9
France	2,5	2,4	2,2	2,1	2,3	1,7
Espagne	3,0	2,7	3,5	3,5	2,5	2,1
Italie	3,8	3,3	3,4	3,8	3,3	2,0
Japon	-0,2	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1
Chine	5,5	2,0	1,9	1,7	3,0	3,0

(P) : Prévision du FMI

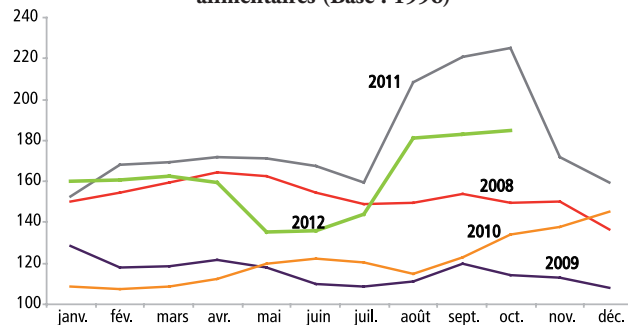
Sources : FMI, Eurostat

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



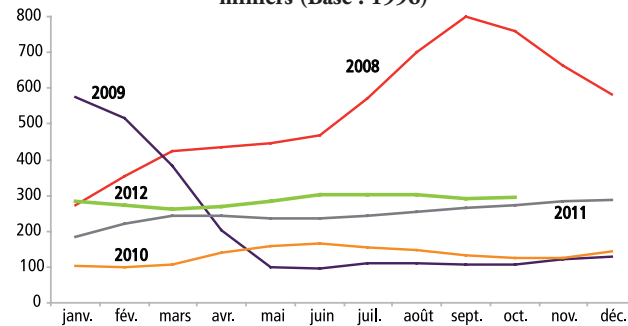
Sources : OC et calculs BAM

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



Sources : OC et calculs BAM

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



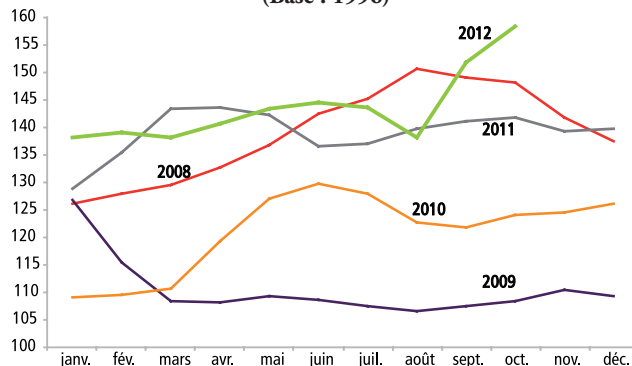
Sources : OC et calculs BAM

De même, l'IPM des produits miniers a marqué un accroissement de 0,8%, au lieu d'une baisse de 3,8% en septembre. Cette évolution s'explique essentiellement par la hausse de 4,2% du prix unitaire moyen à l'importation du fer et acier.

Pour sa part, l'IPM des produits alimentaires a augmenté de 0,9% contre 1,3% un mois auparavant, sous l'effet particulièrement de la progression de 2,3% du prix unitaire moyen à l'importation du blé.

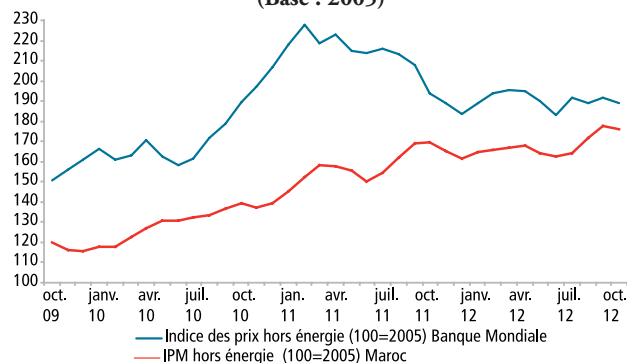
Le taux de variation de l'IPM hors énergie en glissement annuel s'est établi à 3,9%, contre 21,6% un an auparavant. Ainsi, l'IPM des demi-produits s'est accru de 11,6%, en liaison notamment avec l'augmentation de 50,2% du prix unitaire moyen à l'importation des fils et barres. De même, l'IPM des produits miniers a progressé de près de 8%, en relation principalement avec la hausse de 17,7% du prix unitaire moyen à l'importation du fer et acier. En revanche, l'IPM des produits alimentaires s'est contracté de 17,9%, suite notamment aux fléchissements de 29,3% et de 16% respectivement du prix unitaire moyen à l'importation du blé et de celui du sucre.

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



Sources : OC et calculs BAM

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



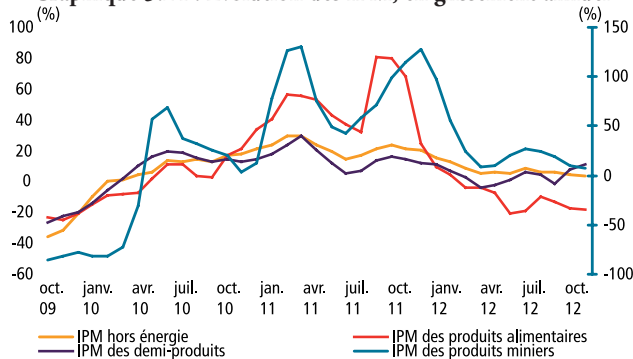
Sources : OC, Banque mondiale et calculs BAM

Tableau 3. 8 : Evolution de l'IPM

	Variation mensuelle en %			Variation annuelle en %		
	août 12	sept. 12	oct. 12	août 12	sept. 12	oct. 12
IPM hors énergie	0,9	1,0	1,1	6,0	4,9	3,9
IPM alimentaires	25,8	1,3	0,9	-13,3	-17,1	-17,9
IPM demi-produits	-3,7	9,9	4,2	-1,0	7,5	11,6
IPM miniers	0,6	-3,8	0,8	19,6	9,5	8,0

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 données les plus récentes relatives au mois d'octobre 2012 confirment la poursuite du ralentissement des taux de croissance annuels des agrégats de monnaie et de crédit et du maintien de l'écart monétaire à un niveau négatif. En effet, la modération de la création monétaire continue de refléter la baisse des avoirs extérieurs nets et la décélération du crédit bancaire. Ainsi, le taux de progression annuel du crédit est revenu de 6,3% au troisième trimestre à 5,4% en octobre, se situant à un niveau légèrement en deçà de sa tendance de long terme et reflétant une décélération généralisée de ses principales composantes. S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques pour le troisième trimestre 2012, font apparaître une augmentation de 22 points de base du taux moyen pondéré, suite principalement à la hausse des taux appliqués aux facilités de trésorerie et aux crédits à la consommation. Quant au taux de change effectif du dirham, il s'est déprécié de 0,21% d'un trimestre à l'autre, en termes nominaux, tandis qu'en termes réels, il s'est apprécié de 0,9%, en raison d'un taux d'inflation au Maroc légèrement supérieur à celui des principaux pays partenaires et concurrents. Pour ce qui est de l'indice des prix des actifs immobiliers, et après une hausse de 0,5% au deuxième trimestre, il a accusé une baisse de 0,7% au troisième trimestre, en relation avec la diminution des prix de l'ensemble des catégories. En glissement annuel, ces prix sont restés quasiment stables, alors qu'ils avaient progressé de 1,9% au cours du trimestre précédent. Globalement, les évolutions récentes des conditions monétaires et des prix des actifs, en particulier immobiliers, indiquent l'absence de pressions inflationnistes d'origine monétaire à moyen terme.

4.1 Conditions monétaires

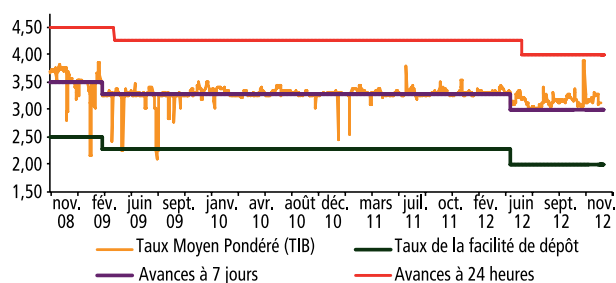
4.1.1 Taux d'intérêt

Dans un contexte caractérisé par une orientation globalement neutre des risques et une prévision centrale de l'inflation durablement en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé, lors de sa dernière réunion du 25 septembre 2012, de maintenir inchangé le taux directeur à 3%. Dans ces conditions, le taux moyen pondéré sur le marché interbancaire s'est situé à 3,20% en moyenne entre octobre et novembre 2012, soit une hausse de 5 points de base par rapport au troisième trimestre.

Parallèlement, les taux des bons du Trésor à court, à moyen et à long termes, émis sur le marché primaire, ont enregistré en octobre des hausses allant jusqu'à 20 points de base par rapport aux dernières émissions. Le même profil d'évolution a été constaté au niveau des différentes maturités sur le marché secondaire.

S'agissant des taux créditeurs, le taux moyen pondéré des dépôts à 6 et 12 mois a enregistré une augmentation de 2 points de base entre le troisième trimestre et octobre 2012, s'établissant ainsi à 3,73%. Cette progression reflète des accroissements respectifs de 6 et de 3 points de

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

	2011				2012			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	oct.12
21 jours	-	-	3,28	-	-	-	-	-
24 jours	-	-	-	-	-	-	-	3,71
43 jours	-	-	-	-	-	-	3,48	-
44 jours	-	-	-	-	-	-	3,59	-
13 semaines	3,31	3,30	3,30	3,34	3,42	3,21	3,31	3,39
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	3,74	3,82
2 ans	3,63	3,61	3,61	3,71	3,88	3,71	3,93	4,13
5 ans	3,85	3,84	3,85	3,91	4,05	4,00	4,32	4,48
10 ans	4,13	4,12	4,13	4,20	4,32	4,29	4,51	-
15 ans	4,32	4,33	4,34	4,45	4,46	4,52	4,74	-
20 ans	4,41	4,42	-	-	-	-	5,01	-

Source : BAM

base, des taux assortissant les dépôts à 6 mois et ceux à un an.

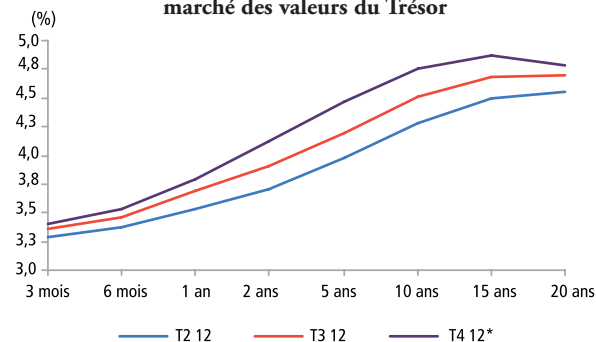
Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib, auprès des banques pour le troisième trimestre 2012, indiquent une hausse de 22 points de base du taux moyen pondéré du crédit bancaire, s'élevant ainsi à 6,35%. Cette augmentation a concerné principalement les taux appliqués sur les crédits de trésorerie et, dans une moindre mesure, ceux des crédits à la consommation.

4.1.2 Monnaie, crédit et placements liquides

Evolution de M3

La modération de la création monétaire se poursuit en octobre 2012 et se traduit par le

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



* L'observation du quatrième trimestre 2012 correspond à la moyenne quotidienne de la période du 1^{er} octobre au 23 novembre 2012.

Source : BAM

Tableau 4.2 : Taux créditeurs (placements à terme)

	2011				2012			oct. 12
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	
6 mois	3,28	3,34	3,33	3,35	3,49	3,43	3,49	3,55
12 mois	3,79	3,72	3,78	3,74	3,84	3,83	3,83	3,86
Moyenne pondérée	3,60	3,55	3,63	3,59	3,68	3,69	3,71	3,73

Source : BAM

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

Au cours du troisième trimestre de l'année 2012, l'insuffisance de liquidité bancaire s'est sensiblement creusée de près de 10,8 milliards de dirhams par rapport à la fin du trimestre précédent (passant de 62,4 milliards à 73,2 milliards de dirhams) sous l'effet restrictif conjugué de l'ensemble des facteurs autonomes (-18,3 milliards de dirhams), partiellement atténué par une injection structurelle de liquidité de 6 milliards de dirhams résultant de la baisse du ratio de la réserve obligatoire de 6% à 4,33%.

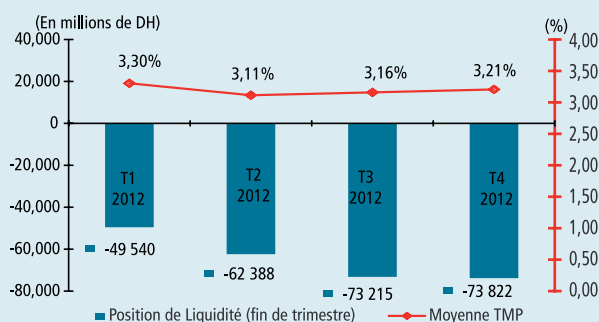
En effet, les opérations en devises ont induit une ponction de liquidité de 7,3 milliards de dirhams en raison de la poursuite du rythme accéléré des achats de devises par les banques commerciales auprès de Bank Al-Maghrib (18 milliards de dirhams), partiellement compensé par le reflux de billets de banque étrangers qui a atteint 10,7 milliards de dirhams.

De même, les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont contribué au resserrement des trésoreries bancaires pour près de 5,2 milliards de dirhams du fait de la différence entre :

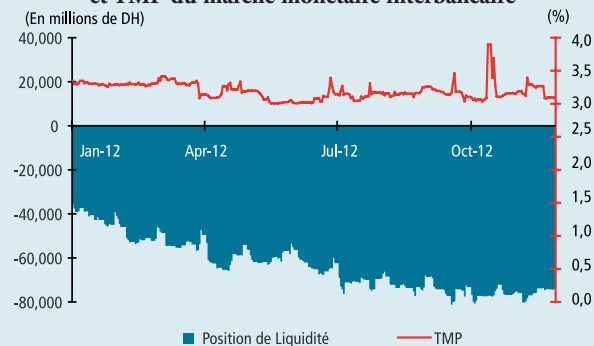
- d'une part, les souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (25,9 milliards de dirhams) et l'encaissement des recettes fiscales ainsi que des recettes relatives à la cession des parts de l'Etat dans la BCP (3,3 milliards de dirhams) et à la deuxième tranche des dividendes de l'OCP (2 milliards de dirhams),
- et d'autre part, le remboursement des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (20,5 milliards de dirhams), le paiement des salaires des fonctionnaires (16 milliards de dirhams) et le règlement des dépenses de compensation (10,6 milliards de dirhams).

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

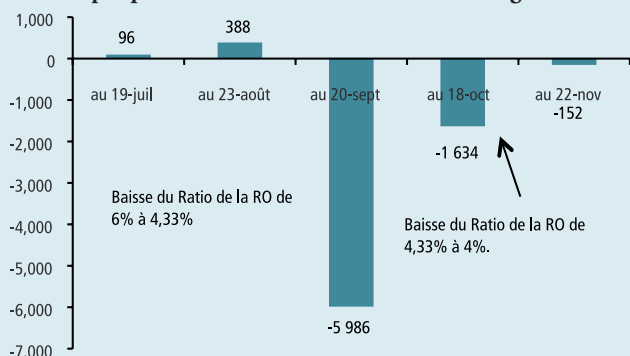
Graphique E 4.1.1 : Evolution de la position de liquidité et du TMP en moyenne trimestrielle



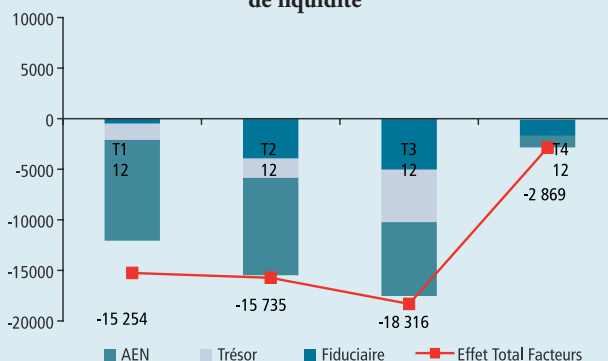
Graphique E 4.1.2 : Position de liquidité et TMP du marché monétaire interbancaire



Graphique E 4.1.3 : Variation des réserves obligatoires



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



Durant le dernier trimestre de l'année 2012⁽¹⁾, le déficit de liquidité bancaire s'est maintenu presque au même niveau enregistré à la fin du trimestre précédent (73,8 milliards de dirhams), l'incidence restrictive des facteurs autonomes (2,9 milliards de dirhams) ayant été compensée par l'injection structurelle de liquidité (1,6 milliard de dirhams) issue de la baisse du ratio de la réserve obligatoire de 4,33% à 4%.

Les opérations du Trésor (hors interventions sur le marché monétaire) ont été sans incidence sur la liquidité bancaire: l'effet restrictif lié aux souscriptions bancaires aux adjudications des bons du Trésor (23,8 milliards de dirhams) et à l'encaissement des recettes fiscales, y compris le 3^{ème} acompte de l'IS, a été totalement compensé par les remboursements des échéances de la dette intérieure au profit du système bancaire (20,2 milliards de dirhams), le règlement des dépenses de compensation (8,4 milliards de dirhams) et le paiement des salaires des fonctionnaires (5,3 milliards de dirhams).

En outre, les sorties nettes de la monnaie fiduciaire ont atteint 1,7 milliard de dirhams à l'occasion de Aïd Al-Adha.

De même, les opérations sur avoirs extérieurs ont induit une ponction de liquidité de 1,1 milliard de dirhams résultant de la différence entre les achats de devises par les banques commerciales qui ont totalisé 5,8 milliards de dirhams et les cessions de billets de banque étrangers qui ont atteint 4,7 milliards de dirhams.

L'encours des placements du Trésor sur le marché monétaire a augmenté suite à l'amélioration de ses recettes, passant de 922 millions de dirhams durant le 3^{ème} trimestre à 2,1 milliards de dirhams en moyenne quotidienne durant le dernier trimestre de l'année 2012.

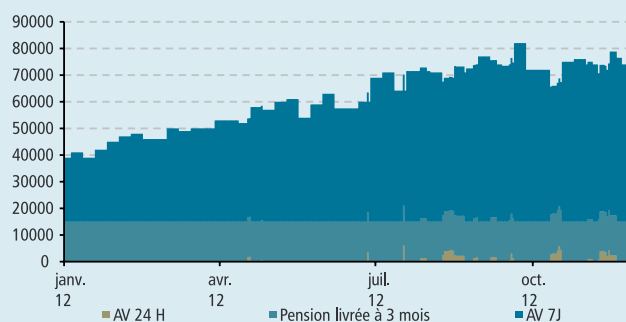
En vue de combler le déficit de liquidité des banques, Bank Al-Maghrib est intervenue majoritairement au moyen des opérations d'avances à 7 jours pour un montant quotidien moyen de 57,5 milliards de dirhams contre 56,9 milliards de dirhams le trimestre précédent. La Banque centrale a également fourni de la liquidité en maintenant l'encours de l'ensemble des opérations de refinancement à long terme à 15 milliards de dirhams.

En outre, la Banque centrale est intervenue accessoirement au moyen de 12 opérations d'avances à 24 heures pour un montant moyen de 3,1 milliards de dirhams, en réponse aux besoins ponctuels des banques commerciales.

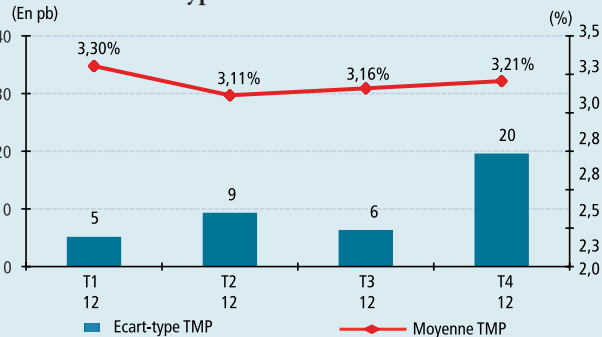
Pour sa part, le TMP du marché monétaire s'est inscrit en hausse à 3,21% en moyenne durant le trimestre en cours contre 3,16% en T3 2012.

De même sa volatilité a fortement augmenté, s'établissant à 20 points de base, contre uniquement 6 points de base le trimestre précédent.

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



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



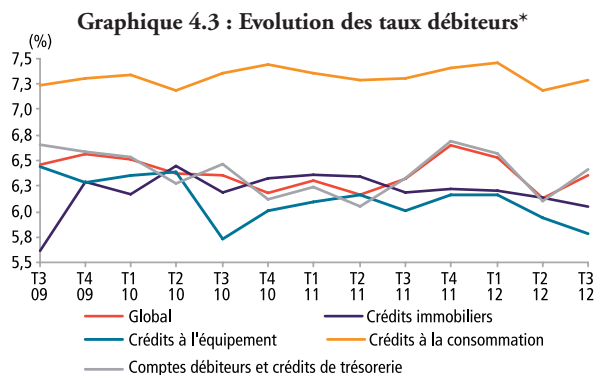
¹ T4 2012 : le quatrième trimestre de l'année 2012 comprend uniquement la période allant du 1^{er} octobre au 27 novembre 2012

maintien de l'excédent monétaire à des niveaux négatifs, indiquant ainsi l'absence de pressions inflationnistes émanant de la sphère monétaire à moyen terme.

Le taux de croissance annuel de l'agrégat M3 est revenu à 3,6% en octobre 2012, après 4,4% au troisième trimestre et 4,8% au deuxième trimestre. Cette décélération, qui continue de refléter principalement la baisse des avoirs extérieurs nets et le ralentissement du crédit bancaire, recouvre des évolutions différenciées selon les principales composantes.

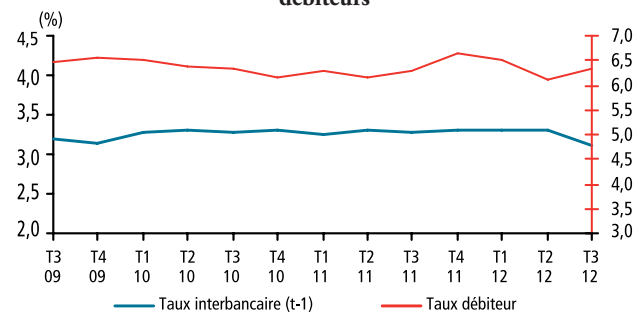
Ainsi, et suite à une baisse mensuelle de 3,3%, le rythme d'accroissement annuel de la monnaie scripturale s'est limité à 3,8% en octobre, après 6,3% au troisième trimestre, traduisant à la fois la contraction des dépôts à vue auprès des banques et de ceux auprès de la Trésorerie générale du Royaume. De même, et en dépit de la hausse de 4,9% d'un mois à l'autre, le rythme d'évolution en glissement annuel des titres des OPCVM monétaires a ralenti à 14,9% au lieu de 17,1% au trimestre précédent, en raison notamment, d'un effet de base. Pour leur part, les dépôts à terme ont connu une diminution annuelle de 5,7%, après celle de 3,8% enregistrée un trimestre auparavant, poursuivant ainsi la tendance baissière entamée depuis novembre 2011. En revanche, et après un mouvement de décélération observé à partir du quatrième trimestre 2011, la monnaie fiduciaire s'est accrue de 6,4% en octobre, au lieu de 3,8% au deuxième trimestre, sous l'effet notamment de la sortie massive enregistrée à l'occasion de la célébration de Aïd Al-Adha. Concernant les placements à vue et les dépôts en devises, ils ont augmenté respectivement de 8,7% et de 23%, après 8,2% et 20,9% au trimestre précédent.

Par agent économique, la structure des dépôts inclus dans l'agrégat M3 montre un repli de 6,9% en glissement annuel de ceux détenus par les entreprises non financières privées, contribuant ainsi négativement à la croissance des dépôts. De même, les avoirs des sociétés financières ont



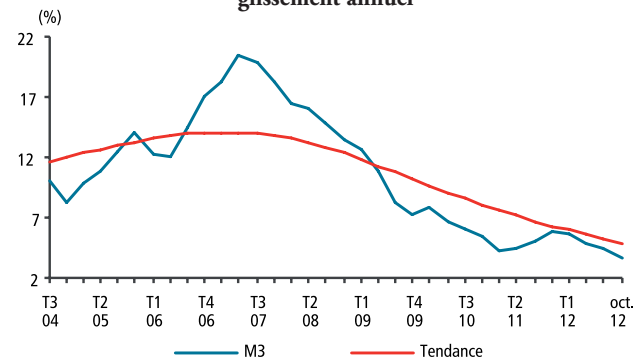
* A partir de T3-2010, l'échantillon de l'enquête a été élargi à 80% des crédits distribués à la clientèle non financière (voir note méthodologique publiée sur le site de BANK AL-MAGHRIB).

Graphique 4.4 : Evolution du taux interbancaire et des taux débiteurs



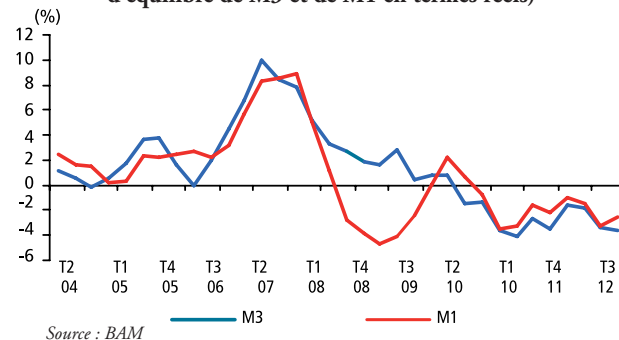
Source : BAM

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

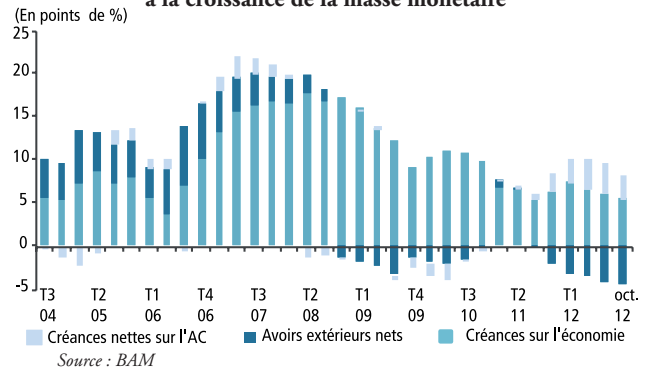
poursuivi leur orientation baissière observée durant plusieurs trimestres. En revanche, le rythme de progression annuel des dépôts des ménages s'est accéléré légèrement, passant de 5,3% au troisième trimestre à 5,6% en octobre, demeurant ainsi les principaux contributeurs à la croissance des dépôts. Quant aux avoirs du secteur public, et en dépit d'un recul de 10,4% d'un mois à l'autre, ils ressortent en hausse de 7,3 % en glissement annuel, au lieu de 5% au troisième trimestre.

Crédit

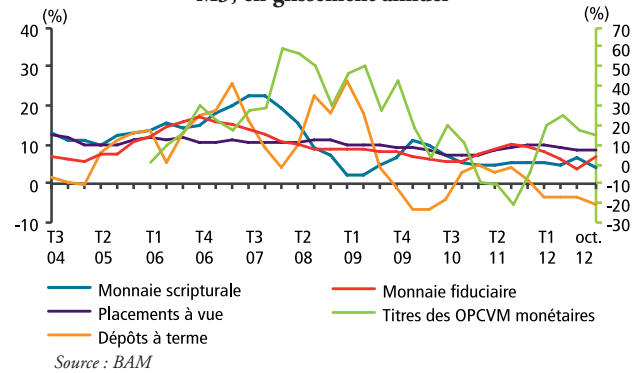
Les dernières données disponibles font ressortir un ralentissement du rythme de progression annuel du crédit bancaire, qui s'est établi à 5,4% en octobre 2012, après 6,3% en moyenne durant le troisième trimestre, se situant ainsi à un niveau légèrement en deçà de sa tendance de long terme.

L'analyse du crédit bancaire par objet économique indique que ce ralentissement a été quasi généralisé à l'ensemble de ses catégories. Ainsi, les facilités de trésorerie, ayant accusé un repli de 2,5% d'un mois à l'autre, ont vu leur taux de croissance annuel décélérer à 10,4% en octobre, après 11,2% au troisième trimestre, sous l'effet notamment, de l'accroissement notable des taux débiteurs assortissant cette catégorie de prêts. Dans le même temps, les crédits à l'équipement se sont de nouveau contractés de 1% en glissement annuel, une baisse qui demeure, toutefois, moins importante que celle de 1,9% observée le trimestre précédent. En outre, le rythme de croissance annuel des crédits immobiliers s'est établi à 5,8%, après 7,1% un trimestre auparavant, reflétant à la fois une décélération du taux de progression des crédits à l'habitat et une diminution des prêts accordés aux promoteurs. Pour ce qui est des crédits à la consommation, bien qu'en stagnation d'un mois à l'autre, ils se sont inscrits en ralentissement, leur hausse annuelle étant revenue à 11,1% en octobre, après 15,3% au troisième trimestre. S'agissant des créances diverses sur la clientèle,

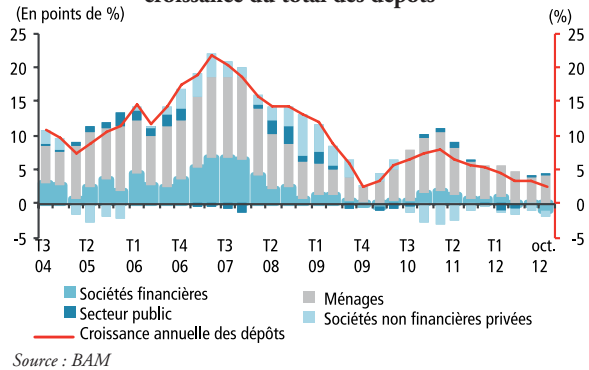
Graphique 4.7 : Contributions des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire



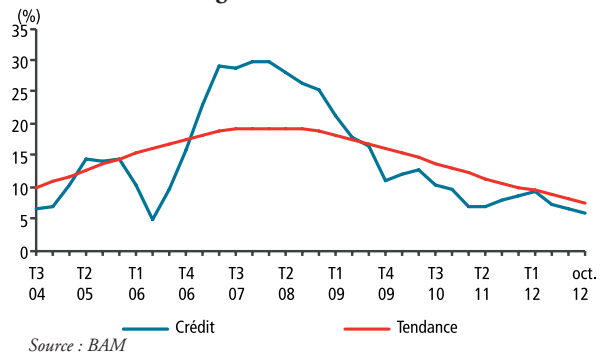
Graphique 4.8 : Evolution des principales composantes de M3, en glissement annuel



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



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



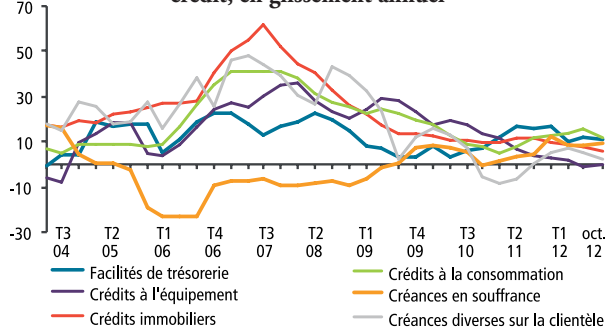
elles ont progressé de 2,1% en glissement annuel, au lieu de 4,5% au trimestre précédent. Pour leur part, le rythme d'accroissement annuel des créances en souffrance est passé à 8,6%, après 7,8% au troisième trimestre.

La ventilation du crédit par agent économique recouvre tant un ralentissement du taux de progression annuel des prêts destinés au secteur privé qu'une accélération de celui des concours accordés au secteur public. Ainsi, les prêts accordés au secteur privé ont accusé une diminution mensuelle de 0,8% et leur rythme de croissance annuel est revenu de 6,4% au troisième trimestre à 4,6% en octobre. Cette évolution est imputable principalement à la décélération du rythme de progression des crédits accordés aux ménages et aux sociétés non financières. Ces derniers ont enregistré un taux d'accroissement annuel de 2,8% en octobre, après 5,5% le trimestre précédent, leur contribution à la croissance du crédit bancaire étant ainsi ramenée à 1,4 point de pourcentage, au lieu de 2,7 points. Pour ce qui est des crédits accordés aux ménages, ils ont décéléré entre octobre et le troisième trimestre, de 8,3% à 7,6%, en variation annuelle, contribuant ainsi de 2,5 points de pourcentage à la progression du crédit bancaire, contre 2,8 points et traduisant, essentiellement, le recul de 8,6% à 3% du rythme de croissance annuel des prêts accordés aux entreprises individuelles. Parallèlement, et bien qu'en hausse mensuelle de 0,5%, les crédits destinés aux autres sociétés financières ont vu leur taux d'accroissement annuel revenir à 0,5% en octobre, au lieu de 1,2% en moyenne au cours des trois derniers mois. A l'inverse, les concours accordés au secteur public ont marqué une expansion de 33,9% en glissement annuel, après 17,7% au troisième trimestre de l'année 2012, participant ainsi à hauteur de 1,6 point à la variation du crédit global.

Autres sources de création monétaire

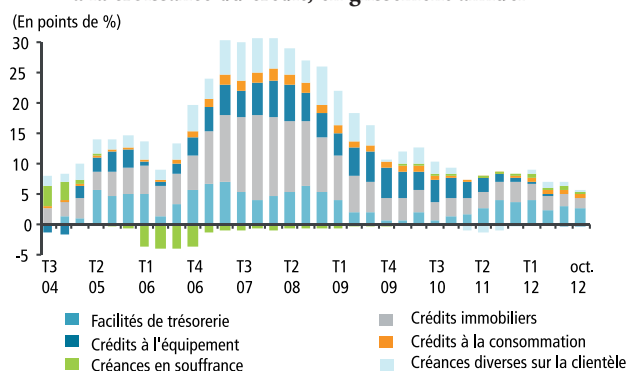
Après avoir marqué une contraction annuelle de 22,1% au troisième trimestre, les avoirs extérieurs nets ont accusé un repli de 23,9% en

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



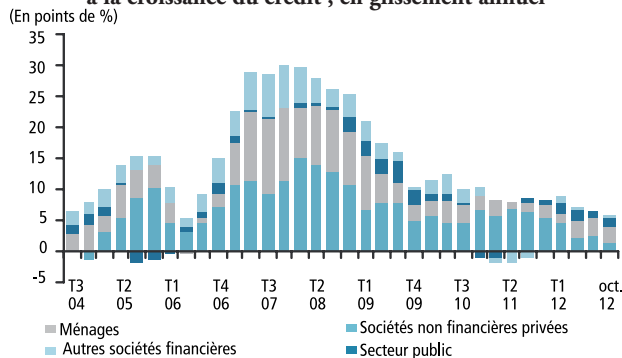
Source : BAM

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



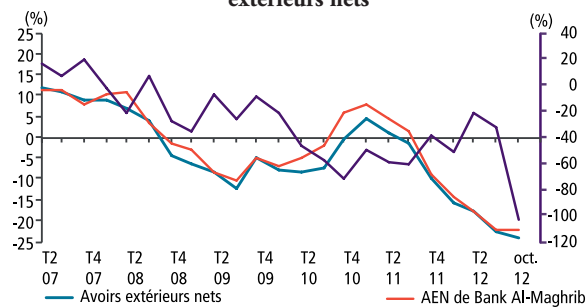
Source : BAM

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

octobre, poursuivant ainsi leur tendance baissière observée depuis août 2011. Cette évolution, qui recouvre un repli de 21,9% des avoirs extérieurs nets de Bank Al-Maghrib et un recul de plus de 100% de ceux des autres institutions de dépôts, est liée principalement au creusement du déficit commercial et, dans une moindre mesure, à la diminution des recettes voyages et des transferts MRE.

Concernant les créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont accrues de 29,8% en octobre, au lieu de 40,9% le trimestre précédent, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des créances nettes des autres institutions de dépôts, tout en demeurant élevé, et une accélération de celui des créances de Bank Al-Maghrib.

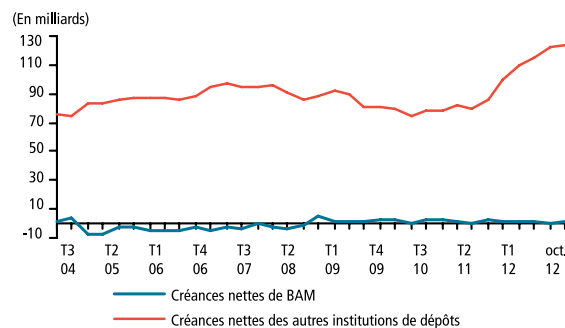
Placements liquides

En octobre 2012, les agrégats de placements liquides ont enregistré une augmentation de 4,5% en glissement annuel au lieu de 4,3% le trimestre précédent, reflétant essentiellement l'accélération du rythme de progression annuel de l'agrégat PL1.

En effet, les titres recensés dans l'agrégat PL1, en dépit d'un repli mensuel de 2,9%, se sont accrues de 7,8% en octobre, après 6,7% au troisième trimestre, en relation principalement avec la hausse des placements en bons du Trésor négociables. De même, les titres des OPCVM obligataires inclus dans l'agrégat PL2 ont vu leur taux de croissance annuel revenir de 4,9% au trimestre précédent à 3,3% en octobre, sous l'effet notamment, de la dépréciation de leurs valeurs liquidatives, induite par l'accroissement des taux des bons du Trésor.

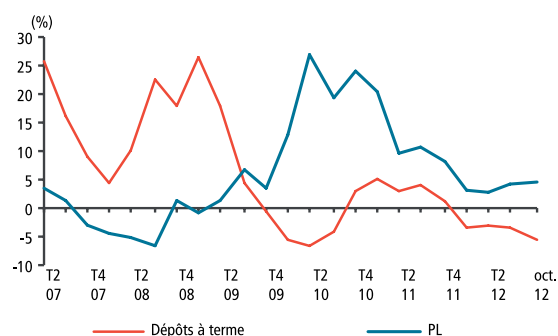
S'agissant des titres des OPCVM actions et diversifiés, qui constituent l'agrégat PL3, ils ont enregistré un recul de 12,6% en glissement annuel, après celui de 13,7% constaté au trimestre précédent, traduisant essentiellement l'évolution des cours sur la bourse de Casablanca.

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



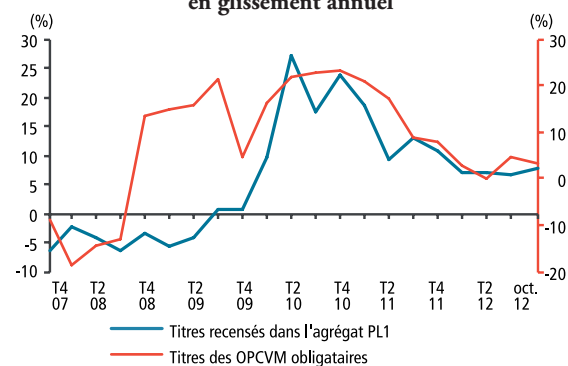
Source : BAM

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



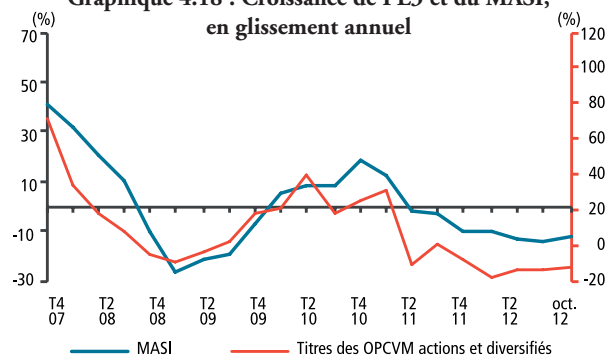
Source : BAM

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



Source : BAM

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



Source : BAM et Bourse de Casablanca

Taux de change

Au cours du troisième trimestre de l'année 2012 et comparativement au trimestre précédent, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,45% par rapport à l'euro. Elle s'est en revanche dépréciée respectivement de 1,94%, de 1,85% et de 3,77% contre le dollar américain, la livre sterling et le yen japonais. Durant les mois d'octobre et novembre, le dirham a marqué une baisse moyenne de 0,56% face à l'euro et des hausses de 2,47%, de 1,08% et de 4,20%, respectivement, à l'égard du dollar, de la livre sterling et du yen japonais.

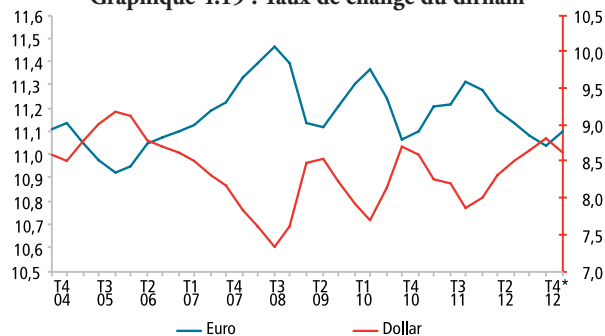
Pour sa part, le taux de change effectif nominal du dirham, calculé à partir des taux de change bilatéraux vis-à-vis des principaux partenaires et concurrents du Maroc, s'est déprécié de 0,21% au troisième trimestre. En termes réels, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,90%, en raison d'un différentiel d'inflation légèrement en faveur des principaux pays partenaires et concurrents.

4.2 Prix des actifs

4.2.1 Actifs immobiliers

Au troisième trimestre 2012, le repli des prix de l'ensemble des catégories de biens immobiliers s'est traduit par un fléchissement de 0,7% en glissement trimestriel de l'indice des prix des actifs immobiliers, au lieu d'une hausse de 0,5% au deuxième trimestre. En revanche, d'une année à l'autre, il est demeuré quasiment inchangé, recouvrant une diminution de 0,4% des prix des actifs résidentiels, une hausse de 1,6% de ceux fonciers et une stagnation de ceux commerciaux. Les baisses les plus marquées ont été observées au niveau des régions de Doukkala-Abda, Rabat-Salé-Zemmour-Zaër et Souss-Massa-Draâ, alors que les augmentations ont concerné les régions de Chaouia-Ouardigha, Gharb-Chrarda-Beni Hssen, Fès-Boulmane et Marrakech-Tensift-El Haouz.

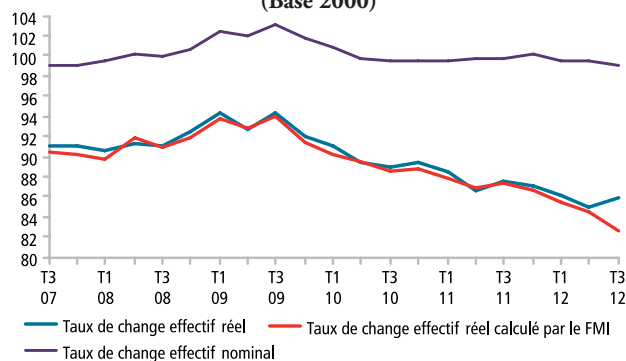
Graphique 4.19 : Taux de change du dirham



L'observation du quatrième trimestre 2012 correspond à la moyenne arithmétique des données du 1^{er} octobre au 27 novembre 2012

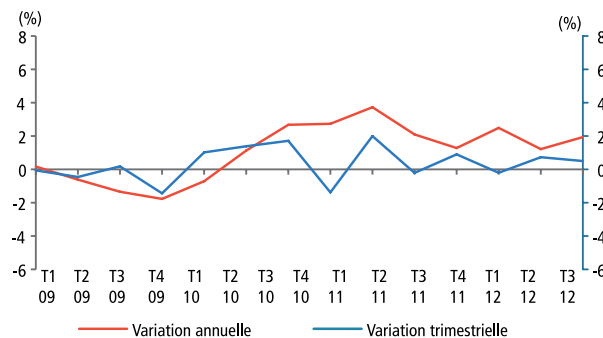
Source : BAM

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)



Les transactions sur les biens immobiliers immatriculés au niveau de l'ANCFCC, arrêtées 35 jours après la fin du troisième trimestre, ont diminué de près de 20% d'un trimestre à l'autre et de 11,8% en variation annuelle, s'établissant ainsi à 22.443 transactions. Cette évolution traduit, en grande partie, un ajustement à la baisse, après une période de croissance annuelle de près de 12% en moyenne entre le quatrième trimestre 2009 et le deuxième trimestre 2012. Le nombre de ventes enregistré demeure, toutefois, supérieur à la moyenne de la période 2006-2012, soit 19.800.

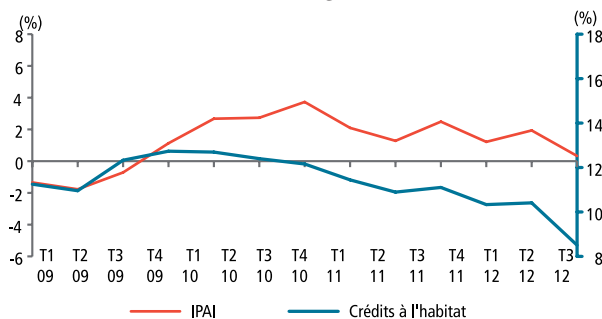
Par structure, les biens résidentiels continuent de constituer près de 70% de l'ensemble des ventes des biens immobiliers, effectuées durant le troisième trimestre, avec la prédominance des appartements. Quant aux terrains urbains, ils s'accaparent environ 24% du marché national, alors que la part des transactions sur les biens commerciaux se situe autour de 6%.

Dans le même temps, les concours à l'habitat, chiffrés en moyenne à 146,4 milliards de dirhams au troisième trimestre, se sont accrus de 10,2% en glissement annuel, soit un rythme proche de celui enregistré pendant le semestre précédent, établi à 10,4%.

4.2.2 Cours des actions

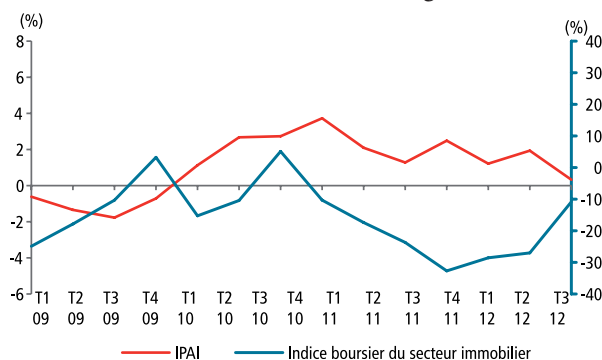
Au troisième trimestre 2012, l'indice MASI a poursuivi son orientation à la baisse, revenant ainsi à un niveau inférieur de 5,8% par rapport à celui du trimestre précédent et de 14,1% comparativement à décembre 2011. En revanche, entre octobre et novembre, il s'est apprécié de 1,5%, ce qui a ramené sa contre-performance depuis le début de l'année à 12,5%. Concernant plus particulièrement les cours des actions des sociétés immobilières, ils ont marqué un accroissement mensuel de 4% en novembre, contre un repli de 2,6% le mois précédent et de près de 7% au deuxième trimestre. Aussi, leur fléchissement depuis le début de l'année s'est-il légèrement réduit, se situant à 9,6%.

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



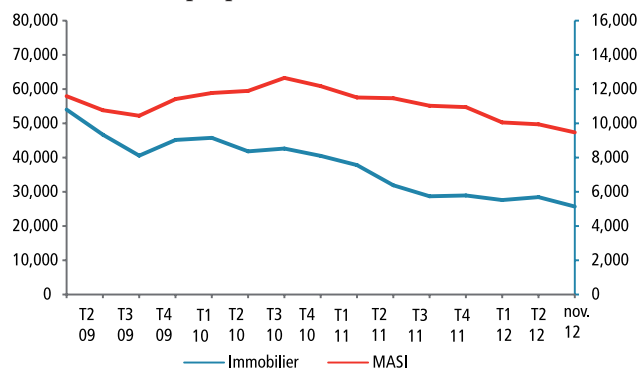
* Compte non tenu de crédits destinés à la promotion immobilière
Source : BAM et ANCFCC

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*



* Données arrêtées le 26 novembre 2012
Source : Bourse de Casablanca

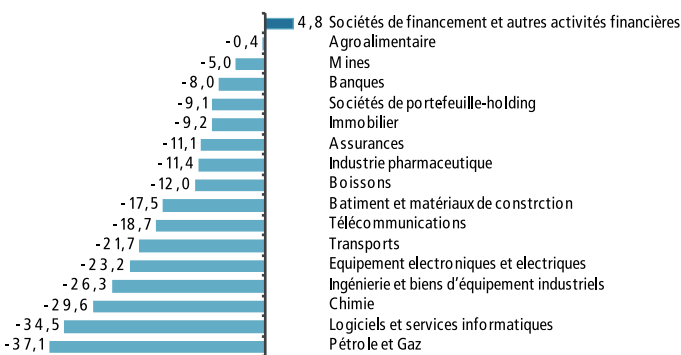
Pour ce qui est des autres indices sectoriels, celui des valeurs des actions des sociétés de financement et autres activités financières est ressorti en accroissement de 4,8% depuis le début de l'année. A l'inverse, les autres indices ont accusé des reculs allant de 0,4% pour le secteur de l'agroalimentaire à 37,1% pour celui du pétrole et gaz.

Le recul des cours entre le deuxième et le troisième trimestre a induit une contraction de 5,8% de la capitalisation boursière, qui s'est établie à 444,8 milliards de dirhams. En octobre et novembre, elle s'est, en revanche, redressée de 1,6% et de 1,3% respectivement, mais demeure inférieure de 10,4% à son niveau enregistré à fin décembre 2011.

Dans ce contexte, la valorisation de la place de Casablanca, mesurée par le Price Earning Ratio (PER)¹, s'est située à 15,6 en novembre, au lieu de 14,9 au troisième trimestre, soit un niveau relativement élevé confronté à ceux de certaines places boursières de taille comparable. Pour sa part, le Price to Book Ratio (PB)² a atteint 2,6 au terme du même mois et s'est maintenu à un niveau supérieur à ceux observés dans la plupart des marchés boursiers de l'échantillon retenu.

S'agissant du volume global des transactions réalisées au troisième trimestre, il s'est établi à 10,6 milliards de dirhams, contre 11 milliards le trimestre précédent. En octobre et novembre, il a avoisiné 6,8 milliards, réalisé pour plus de la moitié sur le compartiment réservé aux actions. Ainsi, le volume des transactions cumulées depuis le début de l'année n'a totalisé que 44 milliards de dirhams, alors qu'il avait atteint près de 84 milliards au cours de la même période de l'année précédente.

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



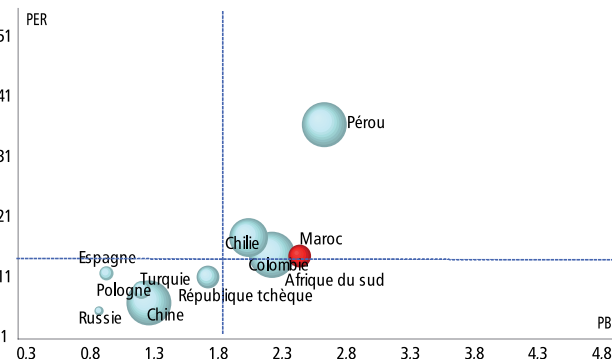
* Données arrêtées le 26 novembre 2012
Source: Bourse de Casablanca

Tableau 4.3 : Valorisation du marché des actions

PER	T1:11	T2:11	T3:11	T4:11	T1:12	T2:12	T3:12	nov:12
PER								
Argentine	13,6	11,2	9,8	8,5	9,0	7,2	7,1	6,7
Chine	13,0	11,3	8,4	7,5	9,0	7,1	7,1	7,6
Mexique	15,1	13,4	12,5	13,5	17,7	16,6	18,4	18,6
Turquie	11,5	11,8	10,2	10,1	11,2	9,5	11,2	11,1
Maroc	16,6	16,1	16,9	16,3	15,1	14,2	14,9	15,6
PB								
Argentine	2,6	2,4	2,2	1,8	1,82	1,3	1,27	1,16
Chine	1,7	1,8	1,4	1,3	1,6	1,32	1,32	1,49
Mexique	2,6	2,5	2,4	2,5	2,7	2,63	2,76	3,04
Turquie	1,7	1,7	1,5	1,5	1,62	1,52	1,79	1,92
Maroc	3,5	3,4	3,9	3,1	3,1	2,9	2,5	2,6

Sources : Datastream, CFG

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



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

¹PER : 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

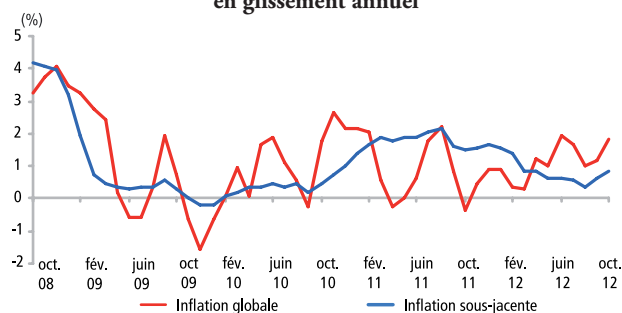
5. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Les données relatives aux prix à la consommation du troisième trimestre et du mois d'octobre 2012 font apparaître une évolution conforme aux analyses et aux prévisions publiées dans le dernier rapport sur la politique monétaire (RPM). Ainsi, l'inflation, mesurée par l'accroissement en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC), est passée de 1% en août à 1,2% en septembre et à 1,8% en octobre, soit une moyenne de 1,3% au titre du troisième trimestre et de 1,2% sur les dix premiers mois de l'année. Compte non tenu des produits alimentaires à prix volatils et des produits dont les prix sont réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) s'est établie à 0,8%, après 0,6% et 0,4% en septembre et en août respectivement, marquant ainsi une moyenne de 0,8% entre janvier et octobre 2012. Son écart absolu par rapport à l'inflation s'est de nouveau creusé, passant de 0,5 point entre août et septembre à 1 point en octobre, sous l'effet de la progression de 5% des prix des produits alimentaires volatils exclus après 1,4%. Dans le même temps, l'évolution récente de l'inflation sous-jacente recouvre un léger ralentissement du rythme de progression des prix des produits échangeables (IPCXE) et une accélération de celui des prix des non échangeables. Ainsi, en relation avec le faible recul de l'inflation des principaux pays partenaires, les prix des biens échangeables (IPCXE) ont évolué à un rythme de 1,3% en octobre, après 1,5% en septembre, alors que ceux des biens non échangeables (IPCXNE) ont affiché un rythme de croissance positif de 0,3% et ce, pour la première fois depuis février 2012. Les prix à la production industrielle continuent de refléter l'évolution des cours mondiaux des matières premières, enregistrant une variation de 4,7% en glissement annuel en octobre, après 6,6% en septembre et 3,5% en août.

5.1 Evolution de l'inflation

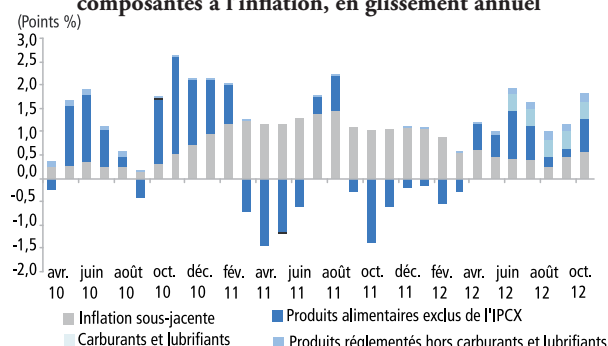
L'inflation, mesurée par la hausse de l'Indice des prix à la consommation (IPC), a de nouveau progressé, passant de 1% en août à 1,2% en septembre, pour atteindre 1,8% en octobre, soit une moyenne de 1,2% sur les dix premiers mois de l'année. Cette évolution récente de l'inflation s'explique principalement par l'augmentation accentuée de 5% au lieu de 1,4% des prix de la composante « produits alimentaires volatils », en raison d'un effet de base, l'inflation sous-jacente n'ayant connu qu'une progression limitée. Les tarifs des produits réglementés continuent, quant-à-eux, d'évoluer à un rythme inchangé (Tableau 5.1). En ce qui concerne les prix des produits alimentaires volatils, les plus importantes hausses ont concerné essentiellement les « légumes frais » avec 16,9%, le « volaille et lapin », les « œufs » et les « céréales non transformés » avec 4,7%, 13,8% et 11,8% respectivement. Compte non tenu de ces produits alimentaires et des biens et services réglementés, l'inflation sous-jacente (IPCX) ressort à 0,8% en octobre, après 0,6% en septembre et 0,4% en août, portant sa moyenne à 0,8% sur les dix premiers mois de l'année. Cette progression de l'IPCX est due à la dissipation partielle de l'effet de la baisse ponctuelle des

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

prix du service de « téléphonie et télécopie », chiffrée à -18,5% en septembre, après -30% en août 2012. Elle est due également à la hausse du rythme de progression des prix des « loyers effectivement payés par les locataires » de 0,5% en septembre à 0,7% en octobre et de celui de « l'enseignement préélémentaire et primaire » de 4,9% à 8,2%. Les prix des autres composantes de l'IPCX ont connu des variations comparables à celles observées au cours du mois précédent, notamment au niveau des rubriques « produits alimentaires inclus dans l'IPCX », « restaurants et hôtels » et « meubles, articles de ménages et entretien courant du foyer » (Tableau 5.1).

Par ailleurs, l'écart absolu entre l'inflation et l'inflation sous-jacente s'est de nouveau creusé, atteignant 1 point de pourcentage, après 0,6 point en août et 0,5 point en septembre 2012, sous l'effet de la hausse des prix des produits alimentaires exclus.

5.2 Biens échangeables et Biens non échangeables

L'analyse des prix selon la ventilation échangeables (IPCXE)/ non échangeables (IPCXNE) montre que l'évolution de l'inflation sous-jacente continue d'être impactée, dans une large mesure, par la dynamique des prix des biens non échangeables.

Ainsi, après les baisses successives observées au cours des sept derniers mois, les prix des biens non échangeables ont enregistré une hausse annuelle en octobre 2012, pour s'établir à 0,3% après -0,4% en septembre et -1,3% en août, portant ainsi sa moyenne à -0,6% depuis le début de l'année. Cette évolution reflète principalement l'atténuation de la diminution des tarifs des « services de téléphonie et de télécopie », elle-même due à la dissipation de l'effet de base, lié à leur repli en septembre de l'année dernière, ainsi qu'à la hausse des prix du loyer et de l'enseignement préélémentaire et primaire. De même, l'inflation des biens échangeables continue de s'inscrire dans le

Tableau 5.1 : Inflation et ses composantes

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

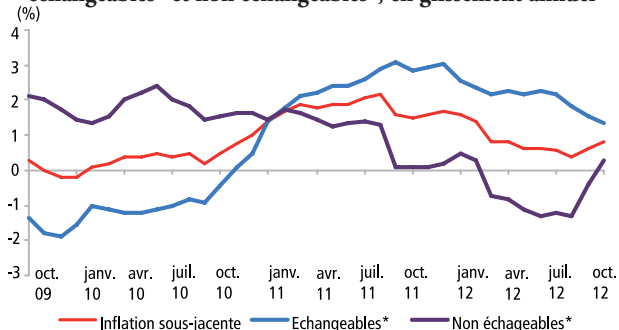
* Hors produits réglementés
Sources : HCP et calculs BAM

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

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

mouvement de décélération entamé depuis juin 2012, revenant de 1,5% à 1,3% entre septembre et octobre 2012, avec une moyenne de 2% sur les dix premiers mois de l'année au lieu de 2,4% durant la même période de l'année dernière. Par composantes, les principales variations des prix ont concerné « les produits à base de céréales » avec 1% au lieu de 1,1%, « les huiles » avec 4,9% au lieu de 5,7%, ainsi que les « voitures automobiles » avec -0,4% au lieu de 0,2%. Les contributions des prix des biens échangeables et des biens non échangeables à l'inflation sous-jacente s'élèvent respectivement à 0,7 et à 0,1 point de pourcentage en octobre après 0,8 et -0,2 point respectivement en septembre 2012.

5.3 Biens et services

La ventilation du panier de l'IPC en biens et services montre que la dynamique récente de l'inflation a été influencée, en grande partie, par celle des biens non transformés et, dans une moindre mesure, par celle des services.

En effet, les prix des produits non transformés ont progressé de 3,2% au lieu de 1% en septembre, contribuant à hauteur de 0,7 point de pourcentage à l'inflation. Les prix des services ont poursuivi leur tendance ascendante entamée depuis le mois de juin, passant de 0,3% en septembre à 0,7% en octobre, soit une contribution de 0,2 point à la hausse de l'indice général. Pour leur part, les prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants ont gardé le même rythme de progression annuel enregistré un mois auparavant soit 1,2%, alors qu'il s'est inscrit en baisse continue depuis juillet. La contribution de cette catégorie de biens à l'inflation globale est ressortie à 0,5 point de pourcentage en octobre alors qu'elle était négative entre février et août (Tableau 5.5).

5.4 Indice des prix à la production industrielle

Les prix à la production industrielle continuent de refléter les évolutions récentes des cours

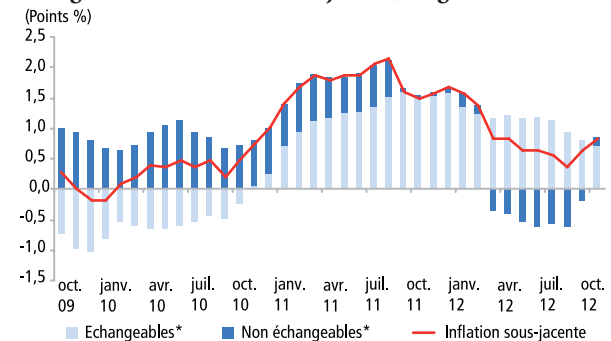
Tableau 5.3 : Evolution des indices des prix des biens échangeables* et non échangeables* inclus dans l'IPCX

	Evolution en variation mensuelle (%)			Evolution en glissement annuel (%)		
	août 12	sept. 12	oct. 12	août 12	sept. 12	oct. 12
Biens échangeables*	0,1	0,0	0,1	1,8	1,5	1,3
Biens non échangeables*	0,3	0,4	0,7	-1,3	-0,4	0,3

* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs de BAM

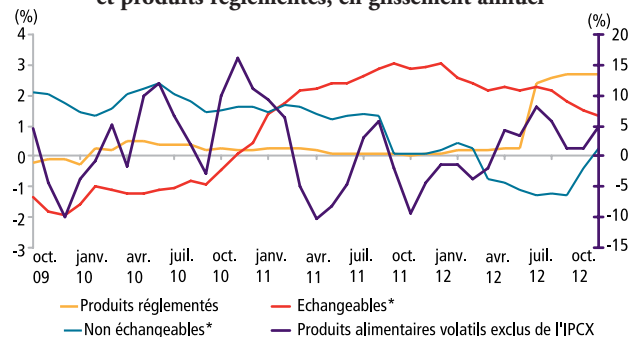
Graphique 5.4 : Contribution des échangeables* et des non échangeables* à l'inflation sous-jacente, en glissement annuel



* 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	
	sept. 12	oct. 12	sept. 12	oct. 12
Produits exclus de l'IPCX	0,1	0,1	0,7	1,2
dont :				
Produits réglementés	0,0	0,0	0,5	0,5
Produits alimentaires volatils	0,0	0,1	0,2	0,7
Biens échangeables*	0,0	0,0	0,5	0,5
Biens non échangeables*	0,1	0,2	-0,1	0,1

* Hors produits alimentaires volatils et produits réglementés

Sources : HCP et calculs BAM

mondiaux des matières premières, en particulier celles énergétiques. Ainsi, après s'être inscrit en hausse mensuelle de 3,3% et de 2,5% en août et septembre respectivement, l'indice des prix à la production a accusé un repli mensuel de 1,0% en octobre 2012. Cette évolution est imputable, en grande partie, à celle des prix de la branche cokéfaction et raffinage, qui ont régressé de 3,0% après avoir progressé de 6,3% en septembre et de 10,4% en août, leur contribution à la baisse de l'indice général étant évaluée à -1,1 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 octobre après 0,4% en septembre, sous l'effet de la hausse de 0,3% des prix de la branche « industries alimentaires » qui a plus que compensé la baisse de 0,1% des coûts de production au niveau de la branche « travail des métaux ».

En glissement annuel, la progression de l'indice global s'est limitée à 4,7% en octobre après 6,6% en septembre, en liaison avec la décélération du rythme de progression des prix de la branche cokéfaction et raffinage de 16,5% à 11,2%. Pour sa part, la hausse de l'indice hors raffinage ressort à 1,5%, après 1,7% un mois auparavant.

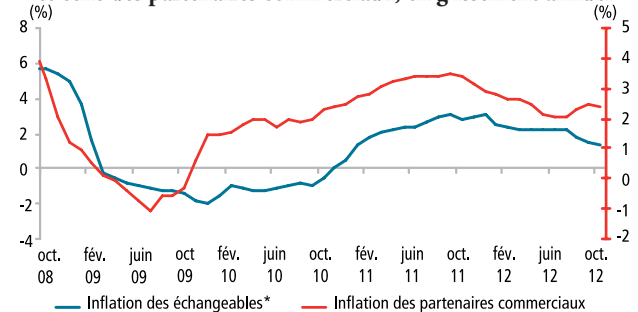
5.5 Anticipations d'inflation

Selon les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib du mois d'octobre 2012, les prix des produits industriels devraient baisser durant les trois prochains mois¹. En effet, la part des chefs d'entreprises ayant tablé sur un recul a connu une hausse notable passant de 4% en septembre à 29% en octobre, soit son plus haut niveau depuis octobre 2009, tandis que 15% des répondants prévoient une hausse, ce qui correspond à un solde d'opinion de -14%. (Graphique 5.11).

Parallèlement, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation a

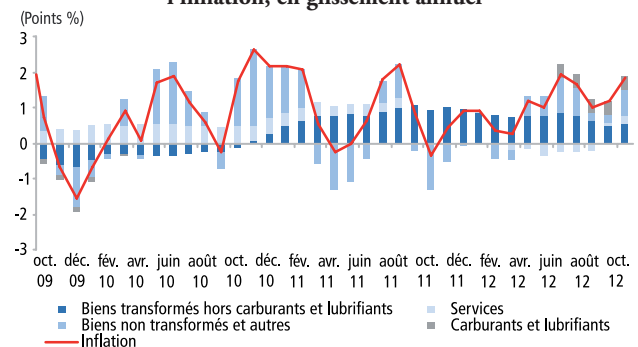
¹ L'horizon des anticipations de l'Enquête de Conjoncture de BAM du mois d'octobre correspond aux mois de novembre, décembre 2012 et janvier 2013.

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



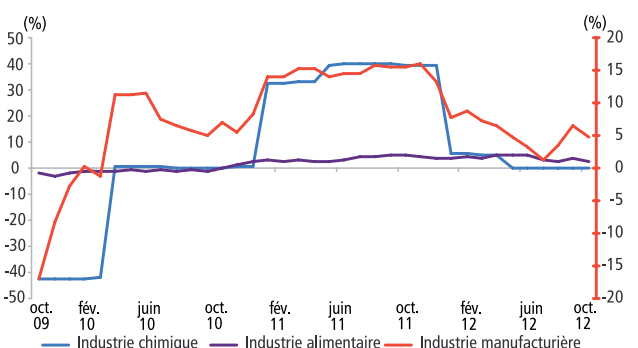
Sources : HCP et calculs BAM

Tableau 5.5 : Indices des prix des biens et services

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

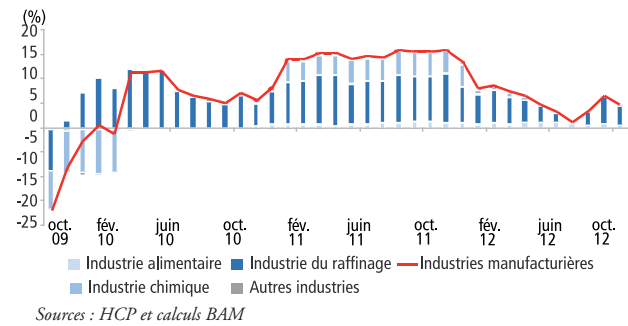


Sources : HCP et calculs BAM

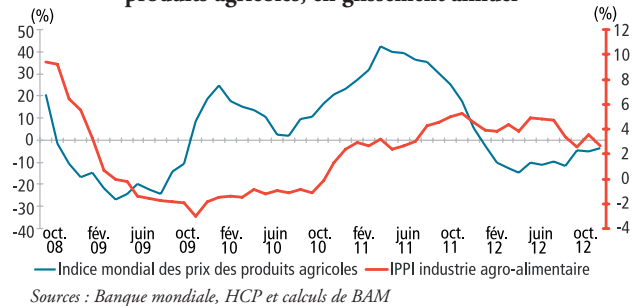
connu un fléchissement passant de 88% en septembre à 56% en octobre, soit son plus bas niveau depuis janvier 2010.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête font ressortir la poursuite de la modération de l'inflation au cours des trois prochains mois. Ainsi, le pourcentage des chefs d'entreprises ayant anticipé une augmentation est revenu à 21% en octobre, alors qu'il s'est situé à 29% en moyenne durant les trois derniers mois. Parallèlement, la part des chefs d'entreprises ayant anticipé une stagnation est passée à 66%, soit un pourcentage supérieur à 66% observé au cours des trois derniers mois (Graphique 5.12).

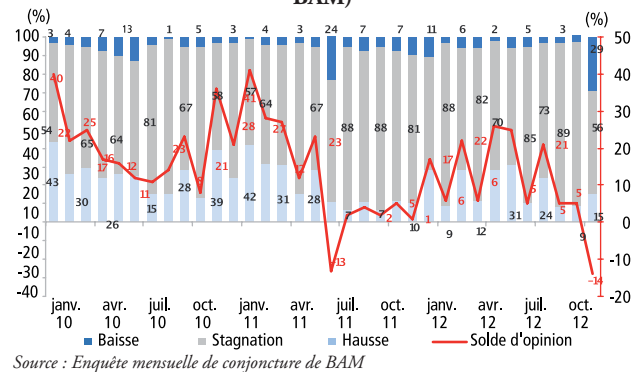
Graphique 5.9 : Contributions des principales rubriques à l'indice des prix à la production manufacturière, en glissement annuel



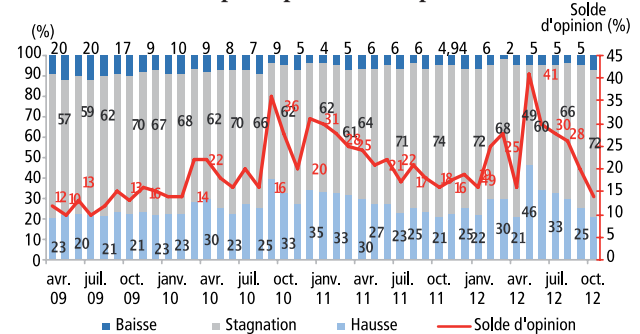
Graphique 5.10 : Evolution des prix à la production de l'industrie alimentaire au Maroc et des cours mondiaux des produits agricoles, en glissement annuel



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



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



6. PERSPECTIVES DE L'INFLATION

Cette section présente l'évolution de l'inflation jugée la plus probable (prévision centrale) au cours des six prochains trimestres et examine les principaux risques qui lui sont associés (balance des risques). Le scénario de la prévision centrale est donc conditionné par les hypothèses et les évolutions envisagées pour une série de variables affectant l'activité 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 1,7%, soit un niveau légèrement inférieur à celui prévu dans le cadre du dernier Rapport sur la politique monétaire (2%). Au cours de l'année 2012, l'inflation devrait se situer autour de 1,2%. Au titre de l'année 2013, la prévision fait état d'un taux d'inflation moyen de 1,7%. 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

Dans la lignée des analyses du RPM du mois de septembre, la croissance économique mondiale demeure freinée par l'intensité de la crise en Europe malgré la consolidation de la bonne dynamique que connaît l'économie américaine depuis plusieurs trimestres. De leur côté, les pays émergents continuent de pâtir à la fois du ralentissement du commerce international et des pressions internes, dont notamment la baisse de l'investissement public, la hausse des taux d'intérêt et la dégradation de la confiance des chefs d'entreprises.

La poursuite de la récession dans la zone euro, durant le troisième trimestre, est imputable à l'atonie de la consommation privée en raison de l'évolution toujours morose des dépenses des ménages. De même, les indicateurs relatifs aux activités industrielles, hors construction, pointent globalement vers un recul de l'investissement. Parallèlement, le secteur de la construction souffre de la persistance des contraintes de financement et de la poursuite des ajustements sur ce marché dans plusieurs pays de la zone. A noter qu'en dépit d'une conjoncture internationale défavorable, les exportations nettes ont enregistré une contribution positive quoique modérée.

Les bonnes performances enregistrées par l'économie américaine relèvent de la conjonction de plusieurs facteurs favorables. En effet, les dépenses

de consommation des ménages et les dépenses publiques ont significativement contribué à la croissance observée au troisième trimestre. Aussi, l'investissement privé résidentiel a affiché une bonne dynamique en lien avec le redressement de la confiance des constructeurs suite à la hausse des prix de l'immobilier. En revanche, l'évolution défavorable du solde de la balance commerciale et du revenu disponible réel des ménages a tempéré l'évolution de l'activité.

Par ailleurs, les politiques accommodantes décrétées par la BCE à travers les opérations monétaires fermes (OMT) ainsi que par la FED relatives au lancement de nouvelles séries de rachat des créances hypothécaires ont eu un impact positif sur les marchés financiers. Toutefois, les incertitudes entourant la capacité des gouvernements à rétablir la soutenabilité des finances publiques et la viabilité des institutions financières dans les pays périphériques de la zone euro continuent d'accentuer les fragilités dans la sphère financière internationale.

Concernant le marché du travail, les dernières statistiques disponibles font état de la persistance de niveaux de chômage élevés dans la zone euro et d'une légère baisse aux Etats-Unis. Ainsi, cet indicateur a légèrement augmenté dans la zone euro en s'établissant à 11,6% en septembre contre 11,5% en août, tandis qu'il a connu une baisse de 0,3% aux Etats-Unis passant de 8,1% à 7,8%. S'agissant des principaux pays partenaires, le taux de chômage a stagné en Allemagne entre août et septembre à hauteur de 5,4% alors qu'il a légèrement augmenté en France (de 10,7% en

août à 10,8% en septembre), en Italie (de 10,6% en août à 10,8% en septembre) ainsi qu'en Espagne (de 25,5% en août à 25,8% en septembre).

L'ensemble de ces évolutions a pesé sur l'activité de la zone euro qui a connu une récession de l'ordre de 0,6% durant le troisième trimestre contre -0,5% un trimestre auparavant. Cette contraction est attribuable principalement à la décélération de la croissance en Allemagne (0,9% contre 1% au 2^{ème} trimestre), à l'atonie de la croissance en France (0,1% aux 2^{ème} et 3^{ème} trimestres) ainsi qu'à la poursuite de la récession en Italie (-2,4% au 3^{ème} trimestre), en Espagne (-1,6%) et dans les pays périphériques de la zone euro notamment la Grèce (-7,2%) et le Portugal (-3,4%). Pour sa part, l'économie américaine a enregistré un taux de croissance de 2,5% en légère hausse par rapport à 2,1% réalisé durant le deuxième trimestre de l'année 2012.

S'agissant des perspectives de croissance, les dernières prévisions du Fonds monétaire international, relatives à l'édition du mois d'octobre, tablent en 2012 sur une croissance de l'ordre de 2,2% et -0,4% pour les Etats-Unis et la zone euro respectivement. Concernant l'année 2013, ces taux se chiffrent à 2,1% et 0,2% respectivement. Comparativement aux chiffres communiqués dans le RPM du mois de septembre, les projections de l'économie américaine n'ont pas connu de révisions majeures tandis que celles relatives à la zone euro ont été significativement revues à la baisse pour 2013 (une différence de -0,5%).

Les risques baissiers planant sur l'activité économique ont augmenté durant les derniers mois. A court terme, les craintes liées à l'intensification de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, à la viabilité des finances publiques américaines ainsi qu'au renchérissement des cours de pétrole constituent les principales sources d'inquiétude.

A moyen terme, le gonflement des bilans des banques centrales, suite aux multiples opérations d'achat d'actifs, pourrait accroître la création monétaire et alimenter des tensions inflationnistes. Par ailleurs, les niveaux élevés des dettes

souveraines pourraient causer une hausse des taux d'imposition et des taux d'intérêt qu'entraînerait le renchérissement des primes de risque. In fine, les perspectives de croissance se détérioreraient considérablement si ces risques se matérialisent.

Au regard de ces évolutions, des taux de croissance pondérés pour les principaux partenaires commerciaux (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) de l'ordre de -0,7% pour l'année en cours, -0,3% en 2013 et de 1,1% en 2014 ont été retenus dans le cadre du présent exercice de prévision. Comparativement au RPM du mois de septembre (-0,5% en 2012 et 0,2% en 2013), les hypothèses retenues ont été revues à la baisse en ligne avec l'amplification de la récession dans la zone euro. 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 2,6% en août et en septembre avant de baisser modérément au mois d'octobre pour atteindre un taux de 2,5% (estimation rapide de l'Eurostat) en lien avec la baisse des prix de l'énergie et des produits manufacturés hors énergie. Au niveau des prévisions, la BCE anticipe dans son dernier bulletin du mois de novembre des taux d'inflation de 2,5% en 2012, 1,9% en 2013 et 1,7% en 2014. A noter que relativement aux chiffres présentés lors du dernier RPM, une légère révision à la hausse a été opérée (2,3% et 1,7% pour 2012 et 2013).

Les risques pesant sur l'évolution de l'inflation dans la zone euro demeurent globalement équilibrés. En effet, l'éventuel relèvement de la fiscalité indirecte en raison de la nécessité de procéder à des ajustements budgétaires est contrebalancé par les perspectives d'une croissance économique plus faible qu'anticipé.

S'agissant de l'Euribor à trois mois, le scénario central du présent exercice retient comme hypothèse un taux moyen de 0,19% pour le dernier trimestre de l'année en cours. Ce taux devrait stagner au premier semestre de 2013 avant de croître progressivement pour se situer,

en moyenne, à 0,24% au deuxième semestre de la même année. Au premier trimestre de 2014, un taux moyen de 0,31% est retenu.

Enfin, les prévisions des prix à l'importation hors énergie, incluses dans les modèles de prévision développés par Bank Al-Maghrib, tablent sur une baisse au 4^{ème} trimestre de 2012. Cette tendance devrait se poursuivre durant l'année 2013.

6.1.2 Environnement national

Après un net ralentissement de l'activité économique enregistré en 2012, les perspectives de croissance de l'économie nationale pointeraient vers un regain de dynamisme au cours de l'année 2013. Ce dernier serait soutenu par la reprise des activités agricoles ainsi que par la bonne tenue de la composante non agricole. En effet, la performance favorable de cette dernière est attribuable à la poursuite de la dynamique de la demande intérieure ainsi qu'au profil positif de la demande étrangère que sous-tend le léger redressement de l'activité dans la zone euro.

La campagne agricole 2012-2013 est marquée par des conditions de démarrage favorables, ayant trait à un cumul pluviométrique en hausse de 50% à fin octobre 2012 comparativement à la même période de l'année précédente. Ces conditions climatiques devraient exercer des effets positifs sur la couverture végétale et le taux de remplissage des barrages. De même, la campagne actuelle devrait bénéficier des mesures d'accompagnement entreprises dans le cadre du plan Maroc Vert, visant notamment l'approvisionnement du marché en engrais, la mobilisation des semences céréalières subventionnées et la poursuite du programme national d'économie d'eau. Dans ces conditions, le scénario central retient une production céréalière moyenne de 68 millions de quintaux. Concernant la campagne agricole 2013-2014 et en l'absence de visibilité, l'hypothèse d'une production moyenne est reconduite.

Pour sa part, l'activité non agricole devrait afficher une orientation positive en 2013, soutenue principalement par la consolidation

des composantes de la demande intérieure. Sur ce registre, la consommation finale des ménages devrait renouer avec des rythmes de croissance plus vigoureux, en lien avec l'amélioration des revenus, la maîtrise de l'inflation et la poursuite de la progression des crédits à la consommation. En particulier, l'amélioration anticipée de la campagne agricole serait à l'origine du rebond de la consommation des ménages ruraux. S'agissant de l'investissement public, l'Etat poursuivrait son soutien à l'activité économique, avec des dépenses d'investissement programmées, selon les prévisions de la Loi de finances de 2013, à 47,5 milliards de Dh soit près de 5,2% du PIB.

Dans ces conditions, la valeur ajoutée hors agriculture devrait poursuivre sa dynamique favorable durant l'année 2013. Au total, les prévisions de Bank Al-Maghrib pour l'activité globale tableraient sur un taux de croissance compris entre 4% et 5%.

Par ailleurs, les dernières données relatives au marché du travail, datant du troisième trimestre de l'année 2012, indiquent une hausse du taux de chômage national qui s'est établi à 9,4%, au lieu de 9,1% enregistré une année auparavant. Par milieu de résidence, le taux de chômage urbain s'est aggravé de 0,5%, passant ainsi de 13,5% à 14%, tandis qu'une quasi-stagnation est observée au niveau du taux de chômage rural, qui a légèrement progressé de 4,1% à 4,2% sur la même période.

Concernant les dernières évolutions en matière d'emploi, une création nette de 56.000 postes a été enregistrée, générée principalement par les services et l'agriculture avec une création de 124.000 et 19.000 nouveaux postes respectivement. En revanche, les secteurs de « l'industrie y compris l'artisanat » et les BTP ont accusé des pertes de 41.000 et 40.000 postes respectivement.

Quant aux perspectives de l'emploi dans le secteur industriel, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de BAM affichent une quasi-stagnation de l'effectif employé dans l'ensemble des branches industrielles pour le trimestre en cours. Ainsi, ces perspectives ne devraient pas peser sur l'évolution

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

Enfin, dans un contexte marqué par une reprise mitigée de la demande mondiale conjuguée à des risques d'intensification des tensions géopolitiques au Moyen Orient, le FMI a revu à la hausse, dans l'édition du mois d'octobre, ses prévisions du prix du baril, qui sont passées de 101,8 dollars à 106,18 dollars en 2012 et de 94,16 dollars le baril à 105,10 en 2013. Sur le même registre, la Banque Mondiale table sur des cours du pétrole de 105,8 dollars en 2013 et 106,5 pour l'année 2014. A ce titre, les charges de compensation programmées dans le cadre de la loi de finances de 2013, basées sur un cours moyen du baril de 105 dollars et s'établissant à 40 milliards de Dh (soit 4,4% du PIB), devraient continuer à exercer des pressions sur le déficit budgétaire. Toutefois, un maintien du prix du gasoil à la pompe à 8,15 Dh le litre est retenu comme scénario central sur l'horizon de prévision.

6.2 Prévision d'inflation et balance des risques

Dans l'hypothèse de la non-matérialisation des principaux risques décrits ci-dessous, la prévision centrale à l'horizon des six prochains trimestres devrait se situer à 1,7%, soit un niveau légèrement inférieur au taux moyen prévu dans le cadre du dernier RPM qui s'établissait à 2%. La prévision de l'inflation pour l'année 2012 fait ressortir un taux moyen de l'ordre de 1,2%, soit un niveau proche de celui prévu dans l'exercice précédent (1,4%). En 2013, l'inflation devrait s'établir à 1,7% au lieu de 1,9% conjecturée dans le dernier RPM. Enfin, au premier trimestre de l'année 2014, le taux d'inflation devrait évoluer autour de 1,5% (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, qui peuvent impacter à la hausse comme à la baisse le niveau d'inflation prévu. L'analyse de la balance des risques permet de dégager une fourchette de prévision, représentée sous la forme d'un fan chart. Il s'agit d'une évaluation probabiliste des régions d'incertitudes qui entourent la prévision centrale (Graphique 6.1).

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

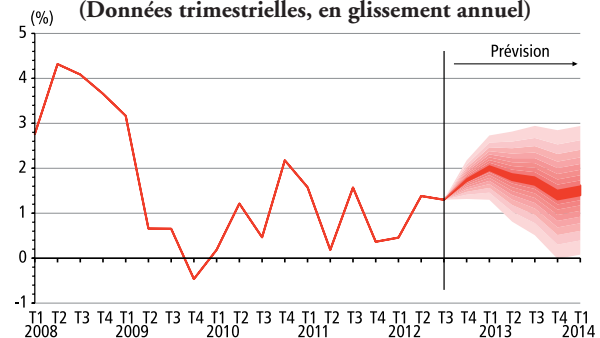
Tableau 6.1 : Prévisions de l'inflation pour 2012 T4 –2014 T1

	2012		2013		2014		Moyenne		HP*
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	2012	2013	
Prévision centrale (%)	1,7	2,0	1,8	1,7	1,4	1,5	1,2	1,7	1,7

(Données trimestrielles, en glissement annuel)

*(HP) Horizon de prévision

Graphique 6.1 : Projections de l'inflation 2012 T4 - 2014 T1 (Données trimestrielles, en glissement annuel)



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

بنك المغرب
بنك المغرب

Dépôt légal : 2007/0033

BANK AL-MAGRIB

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

Tél. :(212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax :(212) 5 37 57 41 11

E mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب